

جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

رسالة ماجستير بعنوان:

المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي

Financial Flexibility and Capital Structure Decisions in Industrial Firms Listed in GCC Stock Exchanges

للطالبة :

فداء موسى محمد ابوراشد

تحت اشراف:

أ.د.منى ممدوح المولا

2013/2014

المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي

Financial Flexibility and Capital Structure Decisions in Industrial Firms Listed in GCC Stock Exchanges

اعداد الطالبة

فداءموسى ابو راشد

بكالوريوس في العلوم الأقتصادية تخصص محاسبة،جامعةفيلادلفيا،الأردن،٢٠٠٨.

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية في جامعة اليرموك ،اربد،الأردن .

وافق عليها

الأستاذة الدكتورة منى ممدوح المولا ....رئيسا

الدكتور زياد محمد زريقات..عضوا

الأستاذ الدكتور محمود حسن قاقيش ....عضوا

تاريخ تقديم الرسالة

2014/1/2

الاهداء

إلى من رضي بالشقاء لأنعم بالراحة , الى لم يبخل علي لا بجهد ولا بمال , وكان وراء ارتقائي سلم النجاح , الى من اعطاني كل شئ ولم يطلب مني شيئا , وبرني قبل ان ابره , ذاك ابي , فجزاك الله كل خير واطال في عمرك يا والدي الحنون....

الى التي ضحت بعمرها لأجلي , الى من كانت بسمتها سر سعادتي وبلسم جروحي , الى من كانت تحزن لحزني وتفرح لفرحي , الى من كنت اسقط فتهرع لمساندتي , الى امي الحبيبة اطال الله في عمرك...

الى الوان الحياة وتوأم الروح , الى من حبهم يسري في عروقي , وبوجودهم تطيب الحياة , الى اخوتي وفاء , هدى , ريم , رشا , وسام , محمد , راشد...

الى من تذوقت معها حلاة الحياة في غربتي..الى من وقفت بجانبي..الى من سأفتقدها..الى اختي وصديقتي حنان...

الى كل من ذكره قلبي ونسيه قلمي...

الى كل من رافقني في مشواري الدراسي....

زميلاتي وزميلاتي..

اليكم جميعا اهدي هذا العمل المتواضع , مع خالص شكري واحترامي وتقديري ..

فداء ابو راشد

شكر وتقدير

الحمد الله الذي هدانا هذا وما كنا لنهتدي لولا ان هدانا الله , ا حمد ربي واشكر فضله ونعمه واصلي على سيدنا محمد (صلى الله عليه وسلم) معلم البشرية والهادي الى النور .

أتقدم بخالص الشكر واالتقدير وعظيم االعرفان للأستاذة الدكتورة منى مولا التي تكرمت بقبول الاشراف على هذه الرسالة .

فلها مني كل الاحترام وجزاها الله عني كل خير.

كما يطيب لي في هذا المقام ان أعترف لكل ذي فضل بفضله , وابدا شكري وأمتناني وعرفاني لجامعة اليرموك....

وأتقدم بأسمى أيات الشكر والعرفان والتقدير لكل من الدكتور زياد زريقات والأستاذ الدكتور محمود قاقيش ... لتفضلهما بمناقشة رسالتي هذه , وانه ليسرني أن استزيد من علمهما وملاحظتهما القيمة ..

الى منارات العلم والأخلاق ..الى كل اساتذتي بجامعة اليرموك ,جامعة فلادلفيا ...

الى كل من ساهم من قريب او من بعيد في انجاز هذا العمل ..

وشجعني ودعمني ...اتقدم بجزيل الشكر ...

فداءموسى ابو راشد

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

الملخص

ابو راشد, فداء موسى, المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي للفترة 2012-2008, رسالة ماجستير, بجامعة اليرموك, 2014.

إشراف :

أ. د.منى ممدوح مولا

سعت هذه الدراسة الى معرفة ما اذا كان هنالك علاقة ذات دلالة احصائية بين المرونة المالية وهيكل التمويل, في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق راس المال في دول مجلس التعاون الخليجي, لعينة مكونة من(39) شركة صناعية خلال الفترة (2012 –2008), ونظرا لتداخل العلاقة بين المتغيرات التابعة, فقد استخدمت الدراسة المعادلات الانية لتقدير معادلات الانحدار والذي تم تقديرها باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين) (Two stage least square (2SLS). وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية بين مؤشرات المرونة المالية وقرارات هيكل التمويل, اي انه كلما زاد حجم الشركة الصناعية وزاد فرص نموها, قل اهتمامها بأستخدام المرونة المالية عند اتخاذ قرارات هيكل التمويل. كما توصلت الدراسة الى انه كلما زاد حجم الشركات قيد الدراسة وزاد فرص نموها كلما زاد استخدامها نسبة الدين في هيكل التمويل.كما وجدت الدراسة ان العلاقة بين المديونية في هيكل التمويل للشركات ضمن الدراسة, وبين مؤشرات المرونة المستخدمة في الدراسة تشكل علاقة طردية, وعليه توصي الدراسة مديري شركات دول مجلس التعاون الخليجي زيادة الاهتمام بسياسة المرونة المالية, ومحاولة الاعتماد على مصادر التمويل, وتقليل استخدام الاقتراض, وذلك للحفاظ على المرونة المالية في تلك الشركات.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال, المرونة المالية, نظريات هيكل رأس المال, اسواق مجلس التعاون الخليجي.

Abstract

Feda, Moussa Abu Rashid. Financial Flexibility and Capital Structure Decisions in Industrial Firms Listed in GCC Stock Exchanges for the period 2008-2012, Master Thesis in Yarmouk University, 2014.

Prepared by: Feda Abou Rashid

Supervisor: Prof.DR. Mona Al-Mwalla.

The study aims at testing the impact of financial flexibility on capital structure decisions at the Gulf Cooperation Council Stock exchanges. The sample consists of (39) industrial companies listed in the GCC Stock Exchanges during the period of (2008-2012).Because of the interaction nature of the dependent variables, the study uses Simultaneous Equations to estimate regression coefficients, which is estimated by ordinary least squares regression(2 SLS). The study found a linear relationship between financial flexibility Proxies and the company's debt ratio, where the higher the size and the higher the growth opportunities, the less is the company's concern with financial flexibility and its effect on funding decisions. The results also revealed that large companies with high growth opportunities use more debt. The results also indicate that the relationship between leverage and financial flexibility proxies are a linear relationship. On the basis of the results, the study recommended that managers' of companies in GCC need to pay attention to financial flexibility, and are advice to rely on the safe debt to finance their investments in order to reserve future financial flexibility.

Keywords: Financial Flexibility, Capital Structure Decisions, Trade off Theory, Pecking Order Theory, GCC Stock Exchange.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1.مقدمة

2.1.مشكلة الدراسة

3.1.أهداف الدراسة

4.1.أهمية الدراسة

5.1.محددات الدراسة

6.1.خطة الدراسة

الفصل الاول

الإطار العام للدراسة

1.1.مقدمة:

نتيجة التطور الملحوظ, التي رافقت اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي في الفترة الأخيرة, نتج عنه زيادة الاهتمام بالشركات المالية والصناعية، وذلك سعيا منها الى تقليل الإعتماد على المصادر النفطية, وتحقيق التنوع في مواردها الأقتصادية, وتتسم أسواق راس المال في مجلس التعاون الخليجي بأنها نامية وغير مثالية, لوجود العديد من المعوقات التي تحد من قدرة الشركات للوصول الى تلك لأسواق بسهولة . (Modigliani & Miller ,1985) افترضا مثالية سوق رأس المال عند بناء نظريتهما لهيكل راس المال, حيث توصلا الى عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information), و غياب كلفة الإفلاس (Bankruptcy cost), و مصادر التمويل الخارجي والتمويل الداخلي بدائل لبعضهما البعض, ولا يوجد أي افضلية لأحدهما على الأخر, وعليه فان قيمة الشركة لاتتاثر بهيكل راس المال, وانما فقط بربحية فرصها الاستثمارية. الا ان هذه النتائج في وقت لاحق قد واجهت صعوبات في تطبيقها, نظرا لطبيعة الأفتراضات والتي لا يمكن تطبيقها عمليا على أرض الواقع (Killi,*et al*,2011)، وبالرغم من عدم واقعية نظرية هيكل راس المال (Modigliani & Miller ,1985) الا انها شكلت الأساس لنظريات الادارة المالية, مثل نظرية المبادلة (Trade- Off theory), حيت تعتمد نظرية المبادلة, على الموازنة بين فوائد التمويل عن طريق الاقتراض وتكاليفه. وقد أعتمدت هذه النظرية, على تكاليف الوكالة (Cost agency) وتكاليف الافلاس(Bankruptcy cost) في تفسير السلوك في قرار التمويل,

لتأتي بعد ذلك نظرية تدرج التمويل(Pecking order theory) واستنادًا إلى هذه النظرية فإن ترتيب اولويات التمويل تقترح ان معظم الشركات تفضل مصادر التمويل الداخلي, اما اذا كانت الشركة تسعى للتمويل عن طريق مصادر التمويل الخارجي, فان هذه الشركات ستفضل أن تختار التمويل عن طريق الدين, ثم الأوراق المالية كملاذ أخير لها في التمويل, وكذلك نظرية الوكالة (Agency Theory), ونظرية التدفقات النقدية الحرة (Free cash flows), لكن هذه النظريات عجزت عن تقديم نتائج يمكن الاعتماد عليها في تفسير واضح عن سبب لجوء بعض الشركات الى التمويل الخارجي, حيث تم اختبار هذه النظريات في العديد من الدراسات محاولة منها في تفسير قرار التمويل, حيث اشارت هذه البحوث الى فشل نظريات هيكل التمويل في تقديم شرح وافي عن سبب استخدام الشركات التمويل الخارجي, حيث خلصت الدراسات (DeAngelo and DeAngelo,2006) و(Bancel and Mittoo,2004)الى ان قرار التمويل لدى الشركات تتاثر بعوامل اخرى, لم تستطع الدراسات التقليدية السابقة الذكر التوصل اليها. حيث استنتجت هذه الدراسات, ان المرونة المالية هو الحلقة المفقودة في نظريات هيكل راس المال, حيث اعتبرت المرونة المالية هو المحدد الرئيسي لقرار هيكل راس المال في الشركات.

هذا, وتمثل المرونة المالية, قدرة الشركة على استخدام ماهو متاح لها من مصادر تمويل بشكل يمكنها من الاستجابة لاي تغير يحد من قدرتها على الاستفادة من تلك المصادر المتاحة, وذلك تبعا للتغيرات التي تواجهها في الحاجة الى الاموال والتي تمكنها من الاستجابة للحالات الطارئة التي قد تحدث في المستقبل, (Arslan ,*et al*,2011) وبالتالي فان الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية, تكون لها قدرة اكثر على مواجه الازمات المالية الطارئة في المستقبل,

بالاضافة الى ذلك, انتهاز الفرص الاستثمارية ذات القيمة الإيجابية الغير المتوقعة (Roberto & Teresa, 2010).

ونظرا لأهمية موضوع المرونة المالية وعلاقتها بهيكل رأس المال, تأتي هذه الدراسة لتسليط الضوء على اثر المرونة المالية على هيكل رأس المال في الشركات الصناعيه المدرجة في سوق مجلس التعاون الخليجي, بأعتبار ان هذه الأسواق من ضمن الدول النامية, كما ان هذه الدارسة, قد تشكل اطارا مرجعيا للدراسات في المستقبل, بحيث يكون دليلا و موجها للدراسات المستقبلية, ومحاولة اضافة دراسة جديدة في الاسواق النامية لندرتها, حيث كانت اكثر الدراسات عن المرونة المالية قد اجريت على الاسواق المتقدمة.

1.2. مشكلة الدراسة:

يؤثر اسلوب تمويل هيكل راس المال على ربحية الشركات, وبالتالي لا بد من اختيار افضل مزيج من مصادر التمويل, لذلك اجريت كثير من الدراسات والبحوث من اجل الوصول الى الأسس النظرية والعملية لتحديد مكوناته. هذا وتعتبر المرونة المالية للشركات احد الاسس الهامة عند اختيار هيكل التمويل, حيث عرفت المرونة المالية بأعتبارها الدرجة من القدرة والسرعة للشركات في تعبئة مواردها المالية, بغية اتخاذ إجراءات رد الفعل والوقائية, وذلك بغية في رفع قيمة الشركة في المستقبل (Kuljot& Hodder, 2000).

وقد حاولت الدراسة الحالية الربط بين قرارات هيكل راس المال, وبين المرونة المالية, وذلك محاولة معرفة مدى تاثير المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال لدى الشركات الصناعية الخليجية المدرجة في الاسواق المالية الخليجية. لذلك تنبثق مشكلة الدراسة من محاولتها الاجابة

عن السؤال التالي :

- هل يؤثر المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي ؟
- هل يؤثر توفر النقدية على المرونة المالية للشركات ؟

3.1.اهداف الدراسة:

الهدف من هذه الدراسة, هو اختبار تاثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال للشركات الصناعية العامة المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي, وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المرونة المالية وهيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة دول مجلس التعاون الخليجي, وذلك عن الفترة (2012– 2008), ليندرج عنها عدة نقاط فرعية منها:

- اختبار مدى تاثير المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال في الشركات الصناعية العامة لمجلس التعاون الخليجي.

- تحديد العلاقة بين بعض المتغيرات مثل (حجم الشركة, توزيعات الارباح, نسبة راس المال المكتسب الى مجموع راس المال, نسبة التدفق النقدي) كمؤشرات للمرونة المالية وبين الرافعة المالية للشركات محل الدراسة.

4.1.4 اهمية الدراسة:

تكمن اهمية هذه الدراسة, في كشف وبيان تاثير المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال للشركات الصناعية المدرجة, في اسواق مجلس التعاون الخليجي, حيث انها تلقي الضوء على نظرية المرونة المالية, التي تؤدي في تطبيقها على اعطاء الشركات قدرة الحفاظ على قدرة الاستدانة (power capacity) وذلك سعيا لادخار هذه الطاقة لأستخدامها عند وقت الحاجة في التمويل, وقد اسستنتج كثير من الباحثين ان الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية, تكون اكثر قدرة على مواجهة الازمات المالية والإلتزامات الطارئة, بالأضافة انها تزيد من قدرة الشركات على انتهاز الفرص الاستثمارية غير المتوقعة في المستقبل. (Roberto and Teresa, 2010). وبالتالي فان اهمية هذه الدراسة تمثل بالنقاط التالية:

1) الأهمية العلمية والنظرية لهذه الداسة : تاتي اهمية هذه الدراسة, من واقع ان اغلبية الدراسات السابقة لهيكل رأس المال لم تأخذ بعين الاعتبار, تاثير المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال في الشركات, كما ان اغلبية هذه الدراسات تمت في الدول المتقدمة, وبالتالي فان هذه الدراسة ستقوم بمحاولة تغطية هذا الجانب من وجه نظر الدول النامية. حيث انه وحسب علم الباحثة, هناك ندرة في الدراسات عن المرونة المالية واثرها على قرارات هيكل راس المال, حيث طبقت هذه الدراسة فقط على دول عربية محدودة مثل الأردن ولم تطبق على دول الخليج.

2) الاهمية العملية لهذه الدراسة: سوف تساعد هذه الدراسة على توفير بعض الدلالات والمؤشرات لبعض الاطراف في اتخاذ القرارات والاجرءات في اداء عملهم, ومنهم :

- مدراء الشركاء: تساعد هذه الدراسة مدراء الشركات الصناعية الخليجية في معرفة اثر المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال.
- المساهمون والمستثمرون: حيث سوف تقوم هذه الدراسة على التعرف فيما اذا كان للمرونة المالية التي يتخذها المدراء في الشركات الصناعية المدرجة في اسواق الخليجية المالية, اثر على هيكل راس المال الشركة, وسياسة توزيع الارباح.

5.1. محددات الدراسة:

فيما يلي بعض الصعوبات التي واجهتها الباحثة خلال انجاز الدراسة والتي من شأنها ان تحدد من امكانية تعميم النتائج المتوصل اليها, وتمثلت هذه المحددات فيما يلي:

- عدم توفر جميع البيانات مما جعل فترة الدراسة تنحصر مابين (2012-2008).
- اقتصرت هذه الدراسة على العوامل الداخلية المؤثرة على الهيكل المالي, ولم تتطرق الى العوامل الخارجية المتمثلة بالظروف الاقتصادية السائدة (التحرر المالي والازمة المالية) ومعدل التضخم, وذلك لصعوبة السيطرة عليها.
- لم يتوفر جميع البيانات لجميع الشركات, حيث أقتصرت الدراسة على(39) شركة بحيث لم تشمل القطاعات البنكية والخدمية, نظرا لأختلاف القوانين والظروف السائدة في تلك الشركات المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي.

6.1. خطة الدراسة:

تتكون هذه الدراسة من ستة فصول بما فيها هذا الفصل, الذي هو عبارة عن الهيكل العام للدراسة, وهو عبارة عن مقدمة لتحديد مشكلة الدراسة , واهداف الدراسة, ومحددات الدراسة. اما الفصل الثاني, قد تناول الاطار النظري للدراسة, والذي يتطرق الى تقديم نبذة عامة عن نظريات هيكل راس المال, يتبعها تعريف المرونة المالية, ومصادرها, ثم سيتبع ذلك عرض مفصل لأسواق مجلس التعاون الخليجي .

في حين الفصل الثالث, فقد تطرقنا الى الدراسات السابقة , حيث تم تقسيمها الى دراسات متعلقة بهيكل رأس المال ودراسات اخرى متعلقة بالمرونة المالية, بالاضافة الى ما يميز الدراسة الحالية عن سابقاتها, وفي نهاية الفصل الثالث تطرقنا الى فرضيات الدراسة. وفي الفصل الرابع, عرض منهجية الدراسة, حيث اشتمل على تعريف عينة الدراسة ومتغيراتها, والتعريف الى النماذج المستخدمة لاختبار الفرضيات وطرق تحليلها. وفي الفصل الخامس, تم عرض نماذج التحليل وجداولها, والنتائج التي تم التوصل اليها, وفي الفصل السادس, فقد تم عرض ملخصا للنتائج, والتوصيات المقترحة.

الفصل الثاني

الخلفية النظرية للدراسة

1.1.تمهيد

2.1.اهم نظريات هيكل راس المال

3.1.مفهوم المرونة المالية

4.1. نشاة وتطور أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

الفصل الثانـي

الاطار النظري للدراسة

1.2 تمهيد:

تطرقت العديد من الدراسات سابقا الى موضوع المرونة المالية, وذلك لما له من أهمية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال, ويعود اساس المرونة المالية وعلاقتها بهيكل رأس المال الى الفرضيات الرئيسة (Modiliani and Miller,1958), حيث نشر الباحثان (Modiliani and Miller) بحثهما في عام (1958), والذي تحتوي على عدة فرضيات سيتم توضحيها في الفقرة التالية. والجدير بالذكر ان هذه النظرية, قامت على اساسها عدة ابحاث ونظريات محاولة منها في تفسير سلوك هيكل رأس المال, حيث تطورت نظرية هيكل رأس المال الى عدة اتجاهات كانت من أهمها, نظرية التبادل (Trade– Off theory), ونظرية اولويات في التمويلTh)(Pecking Order Theory , والتي تفسر سلوك الادارة المالية في تكوين الهيكل التمويلي للشركات حيث سيتم شرحها لاحقا. وعليه سيتناول هذا الفصل اهم نظريات هيكل رأس المال, كما سيتناول مفهوم المرونة المالية والتعريف بمصادرها, لنختم بعد ذلك الفصل بنبذة تاريخية عن سوق المالي لمجلس التعاون الخليجي.

2.2. أهم نظريات هيكل رأس المال (capital structure theories) :

1.2.2 نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل Irrelevancy theory of capital structure:

تعتبر نظرية, (Modigliani and Miller ,1958) من أهم النظريات في أدبيات التمويل والتي سميت فيما بعد بنظرية غياب الهيكل التمويلي الأمثل (Irrelevancy Theory), حيث تفرض بعدم وجود علاقة بين الهيكل التمويلي للمنشاة وقيمتها، حيث قامت هذه النظرية على عدة إفتراضات أهمها, ان اسواق راس المال تتميز بالمثالية, والتي تتضمن تصرف المستثمرين بعقلانية, وعدم وجود تكلفة للمعلومات, وعدم وجود ضريبة على دخل الشركات, وغياب مخاطر الافلاس. ووجود عدد كبير من المتعاملين في سوق الاوراق المالية, وعليه لا توجد معوقات تحد من قدرة المنشاة للوصول الى التمويل من خلال الاسواق المالية. لكن اتضح فيما بعد ان نظرية (Modigliani and Miller ,1958) غير واقعية, حيث تم نقد هذه النظرية من قبل(Modigliani and Miller,1963) حيث اظهرت الدراسة, ان للضريبة اثر على القيمة السوقية للشركة, فأستنتجا انه كل ما زاد استخدام نسبة الدين كلما ادى ذلك الى تخفيض معدل الضريبة, والذي يعرف بالوفورات الضريبية, وبالتالي في رفع قيمة الشركة، وهذا ما يدفع في استخدام الدين كطريقة تمويل افضل من غيره من مصادر التمويل الاخرى, وعليه لم تعد مصادر التمويل الداخلية والخارجية متساويا في تكاليف التمويل. كما ان هناك تباينا في اسعار فائدة الاقتراض ما بين الافراد والشركات, بل وما بين الشركات نفسها, حيث لا يمكن للشركات ان تقترض بنفس اسعار الفائدة حيث يلعب حجم الموجودات الشركة, والقدرة المالية للشركة دوره في تحديد سعر الفائدة, ومن هنا ينتج هذاالتباين في اسعار الفائدة

(DeAngelo &DeAngelo,2007). وعلى الرغم من هذه الانتقادات، إلا ان كثير من الدرسات ظهرت بعدها, تحاول تأييد أو نفي العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة ومن بينها, نظرية التبادل, ونظرية الوكالة (Mecking Jensen &, 1976), وبجانبها نظرية اولويات في التمويل (Myers & Majluf,1984), والتي سيتم شرح كل واحدة منها تاليا.

2.2.2.**نظرية التبادل** (Trade-Off Theory):

تعود بدايات هذه النظرية عندما قام كل من(Modigliani & Miller) في عام (1963) باضافة المظلة الضريبية على الدين والتي تجعل الدين اقل كلفة من التمويل بالاسهم, وبالتالي تزداد قيمة الشركة بزيادة حجم الدين المستخدم في التمويل, ويعود السبب في ذلك الى ان الفوائد على الديون تخصم من ربحية الشركة عند احتساب ضريبة الدخل, لذلك فان قيمة الشركة التي تستخدم الدين تعظم عندما تعتمد كليا على التمويل بالديون (تيم,2011). بالاضافة الى ذلك, فان نظرية التبادل تفرض بان القرار المحدد لنسبة الاقتراض, هو محصلة للتوازن بين التاثير الايجابي الذي تحدثه الوفرات الضريبية على القيمة السوقية للشركة, والتاثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة (هندي,2008).

وتاخذ نظرية التبادل كل من الوفر الضريبي (Tax Shield), وتكاليف الوكالة للدين (Agency Costs of Debet), وتكاليف الافلاس (Bankruptcy costs) بعين الاعتبار في تفسير الاختلاف في قرار تمويل انشطة الشركة, في محاولة للموازنة بين فوائد التمويل باستخدام اموال الاقتراض وتكاليفه. وتفرض النظرية ان راس المال الامثل للشركة يمكن تحديدها عند المستوى الذي تتساوى عنده المنافع الحدية للوحدة الاضافية من الدين مع تكاليفها الحدية (Zurigat & mawalla ,2011). وعلى الرغم, من ان هذه النظرية استطاعت ان

تشرح بعض السلوكيات السائدة بين الشركات لتحديد هيكل راس المال الا ان هناك بعض السلوكيات التمويل الاخرى والتي لم تتمكن من تفسيرها, فالكثير من الشركات الناجحة تستخدم المديونية بشكل منخفض وهو عكس ما فرضته نظرية التبادل. بالاضافة ان الدراسات التطبيقية لا تعطي اسنادا قويا لنظرية التبادل, مثل دراسة (Graham & Harvey, 2001). فقد تم ملاحظة ان اكثر الشركات ذات الربحية العالية, تعتمد على التمويل بأصدار الأسهم اكثر من اعتمادها على التمويل بالدين, بالإضافة الى ان أغلب الشركات الرابحة تحاول الحفاظ على نسبة الدين المنخفضة, مضحية بذلك بالوفر الضريبي الناتج عن إستخدام الدين, وهذا ما يخالف نظرية التبادل (Trade-Off Theory). وعليه فقد استنتج (Fame & French ,2005) ان هذه النظرية, على الرغم مما لاقته من استحسان كثير من الباحثين, ومحاولة منهم في التوسع في فرضياتها, وتطورها إلا انه في الفترة الأخيرة تم أهمالها, لأنها لا يصلح تطبيقها على أرض الواقع, لتتجه بعد ذلك البحوث نحو المرونة المالية والتي فسرت السلوكيات التمويلية التي لم تقدر نظرية التبادل (Trade-Off Theory) على تفسيرها (Deangelo& Deangelo,2007)

3.2.2.**نظرية الإشارة** (The Signaling Theory):

اقترح (Ross,1977) نظرية الاشارة لتفسير سلوك الادارة في تحديد هيكل راس مال الشركة,حيث يرى (Ross), ان نوع التمويل المستخدم قد يبعث بإشارة عن ربحية وطبيعة عمليات الشركة خصوصا في ظل مشكلة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الادارة والمالكين, فاستخدام الدين كمصدر لتمويل الفرص الاستثمارية المستقبلية, يعطي اشارة ايجابية للمستثمرين بان الشركة ادائها جيد وذات ربحية عالية, بحيث لا ترغب الشركة في مشاركة

الارباح الموجبة في المستقبل, وفي المقابل فان استخدام الاسهم كاسلوب في التمويل قد يبعث باشارة سلبية, وهذا ما يتوقعه المستثمرون, وبالتالي فان استخدام الاسهم كطريقة في التمويل الاستثمارات امرا مكلفا بالنسبة للشركة, والذي قد يدفعها عن التخلي عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة, من هنا يرى (Mayers,1977), ان الشركات تفضل التمويل بالاسهم فقط اذا كانت الشركة مسعرة في السوق بأعلى من قيمتها, مما يجعل تكاليف التمويل بالاسهم منخفضة نسبيا, وعكس ذلك فان الشركة تلجأ الى طريقة الدين اذا كانت مسعرة في السوق اقل من قيمتها الحقيقية, الامر الذي يجعل استخدام الاسهم كطريقة في التمويل امرا مكلفا, ونتيجة لذلك قد تتخلى الشركة عن بعض الفرص الاستثمارية المربحة .

4.2.2.**نظرية تكاليف الوكالة** (Agency theory):

ظهرت نظرية تكاليف الوكالة في عام (1976),من قبل الباحثين(Jensen &Meckling), حيث تنشأ هذه التكاليف, من علاقات الصراع بين المديرون والمساهمين من جهة, وبين الدائنين والمساهمين من جهة اخرى, ففي الحالة الأولى والتي يكون فيه تضارب في المصالح بين المساهمين والمدرين الماليين (Shareholder–manager conflict), يسعى المديرون في الشركة الى خدمة مصالحهم الخاصة دون الاهتمام بمصالح المساهمون, وذلك نتيجة اختلاف اهداف المدير عن اهداف المساهمين, فمثلا قد يرى المساهمين ان توزيع الأموال على شكل توزيعات نقدية تعد في مصلحتهم, لكن بعض المديرين يفضلون استخدام الفائض من التمويل في عمليات الاستثمار في مشاريع لا يتوفر فيها الجدوى الاقتصادية وذلك سلبيا ينعكس على قيمة الشركة وبالتالي يضر بمصلحة المساهم. لذلك اقترحا (Jensen& Meckling, 1976) لتخفيف من مشكلة الوكالة استخدام نسبة الدين, لهذه الشركات بشكل

كبير حتى تقلل النقد المتاح للادارة و تجبر ادارة الشركة على دفع قيمة الدين من الاموال الفائضة (Jensen Meckling, 1976). و من ناحية اخرى ينشأ تضارب بالمصالح ما بين المساهمين والدائنين, نتيجة لمشكلة نقل الثروة (Asset Substitution problem), التي تدفع باصحاب الدين الى طلب علاوة مما يؤدي الى زيادة تكاليف التمويل الخارجية, وبالتالي تضحي المنشاة ببعض الفرص الاستثمارية ذات القيمة الايجابية, محدثا مشكلة في نقص الاستثمارات (Underinvestment problem) والتي ينعكس على ربحيتها ومن ثم قيمتها السوقية, لذلك فان المنشات ذات تكاليف الوكالة المرتفعة قد تعتمد على مصادر التمويل الداخلية (Jensen &Meckling,1976).

5.2.2.**نظرية فائض النقدية** (Free Cash Flow Theory) :

في عام (1986) تم تطوير نظرية تكاليف الوكالة من قبل الباحث (Jenesn), ليشمل تكاليف سوء استخدام السيولة المالية, فعندما تتوفر السيولة لدى ادارة الشركة, فأنها تستغلها لمصالحها الشخصية على حساب مصالح المساهمين, وهذا ما سمي بنظرية فائض النقدية (Free Cash Flow Theory), وبناء على هذه النظرية فان استخدام الدين كطريقة في التمويل سيوفر فرصا افضل للرقابة على الشركة، إذ من المتوقع أن تستخدم الأموال المقترضة بداية في الاستثمارات الجديدة، ومن ثم في شراء جزء من اسهم الشركة المتداولة في السوق، وفي النهاية ستوجه الأموال المتبقية لخدمة ديون الشركة، وعليه فستقل أمام ادارة الشركة, فرص سوء استخدام النقدية الزائدة. ومن جهة أخرى وبناء على هذه النظرية فان إدارة الشركة ستعمل دوما في حالة الاقتراض تحت تهديد الفشل المالي مما يملي عليها أن

تعمل بكفاءة اكبر لتجنب ذلك الأمر الذي سيخفض تكاليف الوكالة (Jensen and Meckling, 1976).

6.2.2.نظرية عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information cost) :

وقد كان اول ظهور لهذه النظرية في دراسة (Majluf & Myers,1984) و يقصد بها أن ادارة الشركة يتوافر لديها من المعلومات اكثر عن اوضاع الشركة وفرصها الإستثمارية من المساهمين, والمتعاملين بالسوق, وهو ما يتم استغلال هذه المعلومات لتحقيق اهدافها على حساب المساهمين, فقد افترضا (Myers & Majluf ,1984) في ان عدم تطابق المعلومات بين المساهمين وإدارة الشركة قد ينشأ عنه مشكلة الأختيار المعاكس (Adverse Selection) والتي تظهر في ان أدارة الشركة على علم اكثر من الطرف الآخر من المساهمين في حال كان عدم تطابق المعلومات كبيرا, ونتيجة لذلك فأن المساهمين لن تكون لهم القدرة على التمييز بين الشركات الجيدة الاداء او السيئة الاداء, وبالتالي قد يفسر المستثمرون عند اصدار الأوراق المالية الجديدة على انها اخبار سيئة للشركة, ونتيجة لذلك سيؤثر على ثروة المساهمين ومنها على قيمة الشركة. وبالتالي تلجأ الشركة بالتخلي عن اصدار الأوراق المالية, وذلك حفاظا على مصالح المساهمين وقيمة الشركة, ونتيجة لذلك تضطر الشركة بالاعتماد على الرفع المالي كطريقة في التمويل لما يحققه من منافع ضريبية تساهم في رفع قيمة الشركة (Zurigat & Mwalla,2011).وهذا ما استخدمه (Myers,1984) في بناء نظرية اولويات التمويل (Pecking Order theory) لهيكل راس المال التي سياتي ذكرها في البند التالي.

7.2.2.نظرية اولويات في التمويل (The Pecking Order Theory):

عرف (Myers & Majluf ,1984) نظرية اولويات في التمويل, أن الشركات تظهر تدرجا في إستخدامها لمصادر التمويل, فهي تفضل أولا ان تستخدم التمويل الداخلي كالأرباح المحتجزة لكونه أرخص مصدر تمويل ولا يترتب عليه تكاليف إصدار كما هو موجود في بدائل التمويل الأخرى, وأذا اضطرت الشركة بالأستعانة بالتمويل الخارجي, فأنها تتجه الى القروض ومن ثم السندات, و كملاذ اخير قد تلجأ الى التمويل عن طريق الأسهم. تعود جذور هذه النظرية الى دراسة (Donaldson,1961) حول سلوك الشركات التمويلية. حيث لاحظ من خلال الدراسة التي قام بها على عينة من الشركات الأمريكية الكبيرة, وتوصل ان الادارة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي, وذلك باحتجاز جزء من صافي الارباح لغايات تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة, كما يرى (Donaldson) ان هذا التفضيل يعزى بالأساس لتكاليف المعاملات (Transaction Cost) التي تخلق تفاوتا في تكاليف بين مصادر التمويل المتاحة للشركة. الا ان(Myers & Majluf1984) يريان ان هذا التفاوت ينتج عن عدم تماثل المعلومات بين الادارة واطراف السوق المختلفة من حاملي الاسهم, وهو ما يدفع بهم الى تقييم اصدارات الاسهم تبعا لدرجة عدم التماثل, بطلب علاوة تعويض عن المخاطر التي قد تنشا عن استغلال الادارة في الشركة لتحقيق اهدافها على حساب الاخرين. ولهذا يرى (Myers & Majluf ,1984) ان الاغلب الشركات تعتمد على المصادر الداخلية لتعويض اي نقص في الموارد المالية اللازمة لتمويل فرصها الاستثمارية, وان اي عجز يمكن تغطيته من خلال اصدارات الدين, واصدارات الاسهم هي اخر ملجأ للشركة, لا تصدرها الا في حالة واحدة وهي عندما تكون قيمة الشركة في السوق مرتفعة (Overvalued), وتلجأ اليها الشركة للاحتفاظ بطاقة الدين لديها في المستقبل, لمواجهة مشكلة نقص الاستثمار الناتجة

عن ارتفاع تكاليف الوكالة للدين, والناتجة عن مشكلة نقل الثروة من المقرضين الى المقترضين Asset (Substitution Problem). من هنا نرى بان النظرية اعتمدت على اساس ان الادارة على معرفة بظروف الشركة, واكثر دراية بربحيتها والفرص الاستثمارية لديها, بسبب عدم تماثل المعلومات فان الاسهم الجديدة التي تصدرها الشركة من اجل التمويل استثماراتها, قد تكون مقيمة باقل من قيمتها الفعلية. ويرى (Myers & Majluf,1984)أن الشركة يمكنها تجنب حالة الانخفاض في قيمة الاسهم, من خلال تمويل عن طريق اوراق مالية ذات مخاطر منخفضة. وقد اعتمد(Myers ,1984) على (Myers & Majluf,1984) في بناء هذا السلوك التمويلي للادارة وهو ما عرف لاحقا بنظرية اولويات التمويل, وتقوم على التدرج في مصادر التمويل بالاعتماد على تكاليف لكل مصدر.

بعد عرض النظريات السابقة لهيكل رأس المال, وكيف ان هذه النظريات حاولت توسيع البحث النظري وتقريب الافتراضات الى الواقع, وقيام عدد اخر من الباحثين بأجراء بحوث, الا ان ايا من هذه الدراسات لم تقدم نتائج يمكن الاعتماد عليها في تحديد دقيق للتركيبة المثلى لرأس المال للشركة, وقد خلصا الباحثين (Fama and French ,2005), ان هذه النظريات تعاني نقص واضح في التفسير, وانها لا تصلح للتطبيق اذا ما اخذت كنظرية قائمة بذاتها, فالنظرية الأخيره (The Pecking Order Theory), لم تفسير سبب لجوء كثير من الشركات الناجحة الى التمويل عن طريق اصدار الاسهم, وكما هي الحال بالنسبة لنظرية التبادل (Trade-Off Theory), فهي لا تختلف عن نظرية اولويات التمويل, من حيث عدم تفسيرها سبب لجوء الشركات الى الرفع المالي بالرغم من ارتفاع اسعار الاسهم لديها, ولم تفسر لماذا بعض الشركات الرابحة تحافظ على رفع مالي منخفض, متنازلة بذلك عن الفوائد الضريبية الناتجة عن الدين, لذلك اجمع كثير من الباحثين ان هذه النظريات تعاني نقص

واضح, وان هناك حلقة مفقودة في هذه النظريات, الا وهي المرونة المالية, فقد جاءت نظرية المرونة المالية لتجيب على التساؤلات التي واجهت النظريات السابقة والتي اعتبرت الحلقة المفقودة لهذه النظريات, (Deangelo& Deangelo, 2007), (Byoun,2011).

3.2. مفهوم المرونة المالية:-

عرفت الدراسات السابقة المرونة المالية في عدة تعريفات مختلفة, الا ان معظمها عرفها بأنها القدرة غير المستغلة للاقتراض,فقد عرفا (Bancel and Mittoo,2010) ان المرونة المالية تعبر عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل, استجابة للإختلالات المفاجئة وغير المتوقعة في التدفقات النقدية أو في الإستثمارات المتاحة. اما الباحثين (Sayyad and Ulven�s, 2012) فقد عرفا المرونة المالية, على أنها تقوم على أساس التدفقات النقدية المرتفعة التي تمكن الشركات من تجنب خطر التعثر المالي, وبالتالي تخفيض تكاليف الإقتراض .اما الباحثين (Marchica and Mura,2011) فيعرفان المرونة المالية بانها القدرة على اعادة هيكلة راس مالها بتكاليف منخفضة. حيث استخلص ان الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى، وبالتالي تعتمد المرونة المالية للشركة على تكاليف التمويل الخارجية التي تعكس بعض خصائص الشركة مثل الحجم، كما تعتبر كذلك نتيجة للقرارات الاستراتيجية للشركة التي ترتبط بهيكل راس المال والسيولة والاستثمار.

1.3.2. قياس المرونة المالية:

شكل قياس المرونة المالية تحديا كبيرا للباحثين في كيفية قياسها لانها غير قابلة للرصد ويصعب قياسها, حيث عرفها كثير من الباحثين بانها قوة الدين الغير المستغلة. لذلك حتى نفهم كيف يتم قياس المرونة المالية علينا اولا ان نعلم مصادر المرونة المالية. فكثير من الباحثين حاولوا قياس المرونة المالية وذلك عن طريق قياس الديون طويلة الاجل مثل (Denis ,et al,2010) وكذلك (Marchica& Mura2011) غير ان الاعتماد على الديون والرفع المالي كمقياس لوحدهما غير كافي, لانه ليس المقياس الوحيد لقياسها, بل هناك عدة عوامل تساهم في قياسها مثل الاحتفاظ بالنقد (Almeida & Campello 2007), وهناك من اشار الى استخدام الاوراق التجارية لقياس المرونة المالية مثل (Kahl,*et al*, 2008), اما لغايات الدراسة الحالية, فقد تم اعتماد عدة مقاييس للمرونة المالية والمتمثلة في (حجم الشركة , ونسبة توزيع الأرباح, ونسبةالأرباح المحتجزة, والتدفقات النقدية), والتي حاولت قدر الامكان ان تراعي مختلف المصادر المستخدمة من قبل الشركات لتحقيق المرونة المالية.

2.3.2.مصادر المرونة المالية:

أولا:المرونة المالية والقدرة غير المستغلة على الاستدانة :

يشير المرونة المالية, بانه القدرة غير مستغلة على الاستدانة, حيث تمثل المصدر الرئيسي للمرونة المالية (Daniel *et al.*,2010). حيث تعمل هذه الاحتياطات غير مستغلة من القدرة على الاستدانة على رفع نسبة المرونة المالية في الشركة, والذي اعتبرها كثير من الباحثين بانها الحلقة المفقودة في نظريات هيكل راس المال (Deangelo& Deangelo, 2007), وتستخدم الشركات هذه القدرة الفائضة على الاستدانة, لتمويل الاستثمارات غير المتوقعة, مع

السماح لهذه الشركات بتخفيض تكاليف اصدار الاسهم والحفاظ على ارصدة نقدية كافية. وهذا يسمح للشركات بتوفير تكلفة اصدار اسهم جديدة مع الحفاظ على نقدية عالية, ونتيجة لذلك يؤدي ذلك الى تقليص تكلفة الفرصة الضائعة للدين (ضعف الاستثمار في المستقبل) (Marchira and Mura,2010). وحتى تلبي الشركات الاحتياجات لراس المال الطارئة والاستثمارات غير متوقعة, فانها تستعين بالمرونة المالية من خلال القدرة غير المستغلة على الاستدانة. بعض الاحيان تقوم الشركات التي تملك القدرة الاضافية على الاستدانة بزيادة التمويل عن طريق اصدار اسهم, وذلك للحفاظ على قدرة الاقتراض في المستقبل لتفادي معوقات الاستثمار التي قد تنشا عند الحاجة المستقبلية لراس المال.

ثانيا:المرونة المالية وهيكل راس المال ونسبة الدين :

كثير من الابحاث ناقشت نظرية المبادلة, والتي تقضي بتحديد القرار الامثل لهيكل التمويل من خلال تحديد النسبة المناسبة للاقتراض بحيث تستمر المنشأة بالاقتراض حتى تصل الى النقطة التي تتساوى فيها, التأثيرات الايجابية الناجمة عن الوفورات الضريبية مع التأثيرات السلبية لتكاليف الافلاس والتي تنجم عن الافراط في عملية الاقتراض, وهذا ما نادى به كثير من الباحثين اشهرهم (Modigliani and Miller ,1963) حيث اثبت في دراسته, ان استخدام نسبة الدين, مفضل ومطلوب في كثير من الشركات وذلك ما تسببه من وفورات في الضريبة, (Tax Sheild) لهذه الشركات (Killi et al ,2011). فكثير من الباحثين الاخرين من كانوا موافقين ومؤيدين لما افترضاه, (Modigliani and Miller,1963) ومنهم (Miller ,1977) حيث اشار الى ان تكلفة الافلاس هي نسبيا ضئيلة اذا ما قورنت مع الوفرات الضريبة الناتجة عن الاقتراض لتتوالى بعد ذلك ابحاث مؤيدة لاستخدام نسبة الدين كطريقة في التمويل, ولكن

في دراسة اجراها (Harvey&Graham,2001)   بتوزيع استبانة في سنة (2000) على مدراء الشركات الامريكية عن راس المال الامثل, لتاتي النتائج مخالفة للدراسات المؤيدة لاستخدام نسبة الدين, واستخلصت الدراسة ان التحفظ في استخدام الدين, هي الظاهرة السائدة في الشركات الامريكية الناجحة, بحيث تسعى قدر الامكان الى تخفيض استخدام الدين في التمويل. وقد توالت الابحاث المؤيدة له مثل (Denis &Mckeon ,2010) و DeAnelo) (DeAngelo2007 & والتي اوضحت ان اغلب الشركات الناجحة, لم تأخذ بعين الاعتبار استخدام الدين كطريقة في التمويل كما فرضتها نظرية التبادل (Trade –Off Theory), بل ابتعدت تماما عن استخدام الدين كطريقة في التمويل بطريقة غير عقلانية .حيث استنتج (DeAngelo&DeAngelo,2007) ان درجة نسبة الدين ومدى استخدامها لا تتحدد فقط بمنافع الضريبة (Trade –Off Theory) وتكاليف الافلاس, بل ايضا مدى حاجة المنشاة للمرونة المالية, والتي يتطلب من الشركة ان يكون لديها مرونة مالية لاحتواء الحالات الطارئة او غير المتوقعة في المستقبل (Byoun ,2011).

وفي دراسة (DeAngelo and DeAngelo,2006), تم الاشارة الى المرونة المالية, بانه تتحق من خلال قدرة الدين غير المستخدمة, حيث ينبغي الحفاظ على مستويات منخفظة من الدين, وذلك للحفاظ على قدرة الاقتراض عندما تواجه المنشاة ازمات مالية او فرص استثمارية غير متوقعة, لذلك المرونة المالية ليس مرغوب به فقط لانه يحافظ على قيمة الاسهم للشركة, بل لانه تعطي خيارات ذات قيمة للتعامل مع الحالات الطارئة في المستقبل. اي لا تعتمد فقط على مزايا الضريبة وتكاليف الافلاس كما في النظرية الكلاسيكية, ولكن ايضا الحاجة الى المرونة المالية في المستقبل.

ثالثا:السيولة النقدية و إدارة السيولة:

كثير من الدراسات اهتمت بالمرونة المالية, وذلك عن طريق الاحتفاظ بالرصيد النقدي, فقد اقترحت دراسة (Byoun ,2007) باهمية بناء رصيد نقدي مناسب, بحيث يعتبر الموجودات النقدية أحد جوانب البالغة الأهمية, فعندما تنخفض الارصدة النقدية, فانها تقلل من قدرة الإدارة على القيام بمشاريع استثمارية في المستقبل. ويعمل هذا الرصيد الزائد في التحوط الطبيعي للمنشاة عند الحالات الطارئة في المستقبل. وبطبيعة الحال، فان اهمية الأرصدة النقدية أيضا تكمن في السماح للشركات بتفادي الوقوع في ضائقة مالية. وهذا يظهر اهمية الموجودات النقدية كمصدر هام للمرونة المالية. الا ان الأحتفاظ بالنقد ضمن أرصدة الشركة قد خلق جدلا واسعا, ىنتيجة لاختلاف وجهات النظر بين المساهمين من ناحية والادارة من ناحية اخرى, فمن وجهة نظر المساهمين فأن الاحتفاظ بفائض النقد يترتب عليها مشكلة الوكالة في حين ترى الادارة ان الاحتفاظ بالنقد الفائض ضروري لمواجه الصدمات السلبية ولمواجه الالتزامات الطارئة. وقد انقسم الباحثون في بحوثهم بين ماهو مؤيد ومعارض بالاحتفاض بالرصيد النقدي حيث اوضحت دراسة (Baskin ,1989) بأهمية بالاحتفاظ بارصدة نقدية فائضة وذلك تجنبا للحالات الطارئة وتمويل العمليات الاستثمارية, وبالمقابل هناك من عارض الاحتفاظ بها (Opler *et al* ,1999) , حيث اشار اليها (Harford, 1999), بالتراكم للتدفقات النقدية الحرة (مخزون التدفق النقدي الحر) (stockpiled free cash flow) حيث بين ان مساوئ الاحتفاض بالنقد الفائض, قد يساعد على ظهور سلوكيات سلبية لدى مدراء الشركات. وهذا ما اتفق مع وجهة النظر لدراسة,(Jensen ,1986) حيث اشار الباحث الى وجود ميول لدى المديرين عند توفر النقدية الزائدة في استخدامها في استثمارات لا تعود بالقيمة الايجابية للمنشاة. ولتقليل الارصدة النقدية الزائدة فان على المدراء

الماليين ان يتبعوا سياسة توزيع ارباح في تقليل من حجم الفائض او استخدامه, واعادة شراء الاسهم لتقليل مشكلة تكلفة الوكالة. وهذاما نادى به(DeAngelo and DeAngelo ,2007) حيث اشارا الى ان الاحتفاظ بالرصيد النقدي يسبب زيادة في تكاليف الوكالة, حيث استنتج ان بعض المنشات تحافظ على قيمتها من خلال الاحتفاظ بالأرصدة النقدية منخفضة، والحفاظ على قدرة الدين غير المستخدمة التي يمكن استخدامها في أوقات الحاجة المالية, وكذلك الاهتمام بالدرجة الاولى بالمحافظة على توزيعات ارباح مستقرة حيث استخلص ان المستثمرين (المساهمين) يفضلون وجود رافعة مالية منخفضة وتوزيعات أرباح عالية، وان مثل هذه السياسات تضمن وجود مرونة مالية وتحد من قصور في القرارات الإستثمارية، وفي الوقت ذاته تقلل من مشكلة الوكالة. وهذا ما اكد عليه(Daniel & Denis,2010) حيث جاءت النتائج مطابقة للبحوث السابقة حيث ان المحافظة على المرونة المالية تاتي من المحافظة على ديون منخفظة, مع التقليل في الارصدة النقدية وذلك تفاديا لتكاليف الوكالة وان استخدام الدين فقط يحدث عند القصور في الارصدة النقدية والحاجة اليها.

4.2.نشاة وتطور أسواق دول مجلس التعاون الخليجي:

ان أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي تم انشائها للمساهمة في النشاط الاقتصادي وعرفت بالأسواق الناشئة, وقد حققت هذه الاسواق نموا ملحوظا وخاصة في الأعوام السابقة, وقد اشتهرت دول الخليج حديثا بحجم أسواقها الكبيرة والمتطورة, ومعدل النمو السريع مقارنة مع الاسواق المالية للدول العربية الاخرى, فالناتج المحلي الاجمالي لدول الخليج العربي نسبته (70%) من الناتج المحلي الاجمالي للوطن العربي, وعدد سكانها

(17%) تقريبا من سكان الوطن العربي, واسواق الاوراق المالية تمثل (90%) من حجم الاسواق المالية العربية. (صندوق النقد العربي ,2012).

ظهرت هذه الأسواق في عقد السبعينات, تزامنا مع الأزدهار الأقتصادي وحدوث طفرة في أسعار النفط, والذي كان له الأثر الكبير لكثير من هذه الدول وتقدمها, فقد ساعد النفط على تطوير البنية التحتية لدول الخليج, كذلك ضخ السيولة النقدية لدى الحكومات الخليجية.(الشراح,1999)

لكن لم تكن اقتصادات هذه الدول مستعدة لاستيعاب تلك الفوائض النقدية في الاستثمارات العينية , لذلك كان الاتجاه نحو الاستثمار المالي للفوائض النقدية والمدخرات في الاسواق الخارجية. وفي الداخل ظهر الاستثمار المالي في الاسواق غير منظمة من خلال تداول اسهم محدودة بين اشخاص او شركات محدودة ومكاتب غير مرخصة, خاصة في السعودية والكويت التي قامت بجهود ومحولات لتنظيم السوق لكنها لم تكن كافية, وقد ادى ذلك الى حدوث مشاكل وازمات مالية كبيرة كان اشهرها ازمة سوق المناخ في الكويت في بداية عقد الثمانينات التي الحقت ضررا كبيرا بالمؤسسات الاقتصادية الكويتية واثرت سلبا على معظم الاسواق الخليجية وامتد اثرها طوال عقد الثمانينات (الشراح,1999) ان حدوث تلك الازمات جعل الحكومات تدرك اهمية تنظيم اسواقها ووضعها تحت الرقابة مسئولة, وساعدها على ذلك سرعة تطور اقتصادياتها في ظل طفرات مالية نفطية كبيرة.

اولا:سوق الاسهم السعودي:

نشأت سوق الاسهم السعودي في بداية الثلاثينات, حيث تأسست أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام(1934), لتتبعها بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات الاخرى وذلك مواكبة للتنمية الإقتصادية لتلك المرحلة, ونتيجة لتزايد عدد الشركات, وإتجاه الحكومة بدمج شركات الكهرباء مما ادى الى توزيع اسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين, بالأضافة انها قامت بسعوده البنوك الأجنبية وطرح اسهمها, مما دفع الحكومة الى تأسيس سوق لتداول الأوراق المالية وكان وقتها غير رسمي, حيث كان تداول بالأسهم يتم من خلال مكاتب غير مرخصة حتى عام (1984), نظمت الحكومة خلالها الأوراق المالية وذلك من خلال تداولها عن طريق البنوك. وفي عام (1990), تطور أداء سوق الأسهم السعودي, وذلك من خلال ادخال نظام الكتروني من خلال شاشات الحاسوب في البنوك في مختلف مناطق المملكة السعودية, بحيث تم ربطها بجهاز مركزي وهو مؤسسة النقد العربي (SAMA), ثم ادخلت تعديلات كثيرة على هذا النظام, وأستبدل بنظام الكتروني جديد اطلق عليه اسم تداول (TADAWUL) حيث اعطى مميزات كثيرة للسوق السعودي, بحيث يتيح بعمل تسويات سريعة خلال شبكة الأنترنت (الشراح 1999).

ثانيا:سوق البحرين للأوراق المالية:

تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية في العام (1957)، ليتواصل بعدها تأسيس الشركات المساهمة الأخرى, ليتكون سوق اسهم مالي غير رسمي عرف آنذاك بـــ " سوق الجوهرة", وقد تعرض سوق البحرين في عام (1958), الى الانهيار الحاد نتيجة لتداول الأسهم غير المنظم, والذي جاء تزامنا مع الانهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية

الثمانينات في القرن الماضي, الأمر الذي قامت معه حكومة البحرين في ذلك الوقت بتأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين للأوراق المالية في العام (1987) ، ليباشر السوق عمله بشكل رسمي في (1989)، و كان عدد الشركات المدرجة حينها (29) شركة مساهمة عامة بحرينية، وكانت الأسهم العادية هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة آنذاك.

في عام (1999) تم تحديث العمل في السوق, بإدخال نظام تداول الألكتروني, والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي الذي كان يُطبق سابقا.

ثالثا:سوق مسقط للأوراق المالية :

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية في عام (1988), وفي مجال تطوير أنشطة السوق تم ادخال نظام التداول الألكتروني عام (1998). تميز سوق مسقط بمحاولات التطور المستمرة واتخاذ اجراءات رقابية لنشاط السوق لتوفير الحماية للمستثمرين من التلاعب والغش وعدم الأفصاح . اما من ناحية التنظيم والأشراف على فترات تصحيح السوق تم الغاء الحد الأقصى لهبوط الأسعار بنسبة (2%) الذي تم تطبيقه في عام (1997) مع الأبقاء الحد الأقصى لأرتفاع الأسعار الأسهم بنسبة (5%) ,كما تقرر السماح للشركات بشراء اسهمها بنسبة (10%) من رأس مالها المصدر وتسجيلها ضمن استثمارات الشركة.

رابعا:سوق الكويت المالي:

تم تأسيس سوق الكويت للاوراق المالية, بعد إصدار قانون تنظيم التداولات المالية في أكتوبر عام (1962). لكنه خضع للعديد من التعديلات أهمها في العامين (1983) و(1984) وهو

بذلك يكون أقدم سوق للأوراق المالية في منطقة الخليج العربي. كانت الكويت قديما من اكثر الدول الخليجية تطورا, فقد عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام (1959) كأول شركة مساهمة كويتية, و كان التداول بالأسهم غير رسمي, والذي عرف فيما بعد بسوق المناخ, وكان سوقا لبيع الأسهم المعترف وغير المعترف بها رسميا, و نتيجه لعدم تنظيمة تعرضت لعدة ازمات, فأصدرت حكومة الكويت عدداً من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية ، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها. وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤلياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، والذي دخل حيز التنفيذ في عام (2010). وبموجب القانون تقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة أنشطة الأوراق المالية وتحقيق مبدأ الشفافية والعدالة والكفاءة وإلزام الشركات المدرجة بتنفيذ مبادئ حوكمة الشركات وحماية المستثمرين من الممارسات المخالفة لقانون الهيئة.

خامسا:**سوق الدوحة للأوراق المالية:**

كغيرها من دول الخليج , كان التداول بالأوراق المالية في دولة قطر غير منظم وغير رسمي , وكان التعامل بها من خلال مكاتب غير رسمية وغير مرخصة, والذي ادى الى تفاوت في أسعار الأسهم على نحو غير عادل, بالأضافة الى غياب المعلومات وعدم قدرة المستثمر في تسييل هذه الأوراق المالية بسهولة. ونتيجة لتداول غير منظم ,اصدرت قطر مرسوما في عام (1995) في تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية, وبدأ التداول فعليا في هذه السوق في (1997), وقد كان التداول فيها وادارة التسويات والتقاص تتم بطريقة يدوية.

سادسا:سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية:

يعتبر سوق أبوظبي من الأسواق الحديثة, فقد تم افتتاحها خلال النصف الثاني في عام (2000), وكماهوالحال في دولة الكويت, فقد كانت بداية التداول في الأسهم في بداية الستينات, بحيث لم يكن هناك سوق رسمي للأسهم المتداولة, وتوقفت التداول بها, بعد ازمة سوق المناخ .

هذا وبعد عرض لأسواق مجلس التعاون الخليجي, نلاحظ ان هذه الاسواق تتميز براس مال وحجم تداول كبير مقارنة مع الدول الناشئة الأخرى, كاسواق العربية المالية الاخرى, حيث تتميز هذه الدول بالسيولة العالية لدى المستثمرين, وانخفاض الفوائد المصرفية وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادية, مما شكل عامل جذب لكثير من الاستثمارات الخارجية الاجنبية, بالاضافة, ان دول الخليج لها القدرة على ايستيعاب المشاريع العملاقة للاستثمارات الخارجية.

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

1.3. مقدمة

2.3.الدراسات المتعلقة بهيكل راس المال

3.3.الدراسات المتعلقة بالمرونة المالية

4.3.ما يميز الدراسةالحالية عن الدراسات السابقة

5.3.فرضيات الدراسة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

1.3 مقدمة:

هناك العديد من الدراسات التي تطرقت الى موضوع هيكل راس المال, حيث توالت عده دراسات , منها من اهتم بدراسة الاولويات في التمويل(The Pecking Order Theory) واخرى من اهتم بدراسات عن نظرية التبادل (Trade- Off theorie) وذلك سعيا لتفسير سلوكيات هيكل رأس المال, الا ان حديثا عجزت هذه الفرضيات سابقة الذكر عن تفسير بعض سلوكيات هيكل راس المال (Fama & French,2005), لتتجه بعد ذلك الأنظار الى اهمية المرونة المالية في التمويل باعتبارها حلقة وصل للنظريات السابقة والمقصود بها قدرة المنشأة في الحصول على الدين, وذلك باسعار فائدة جيدة في ظل الظروف الأقتصادية المختلفة (Gamba&Triantis,2005), وعليه سيحتوي هذا الفصل على مجموعة من الدراسات والابحاث التي تم الاطلاع عليها, تؤكد على اهمية المرونة المالية وطبيعة العلاقة بينها وبين قرارات تمويل هيكل راس المال الشركة, بحيث قامت الدراسة بتقسيم الدراسات الى جزئين, اهتم الجزء الأول منها بالدراسات المتعلقة بهيكل رأس المال, والثاني تلك المتعلقة بالمرونة المالية.

2.3 الدراسات المتعلقة بهيكل رأس المال:

استحوذت دراسة الهيكل المالي على اهتمام الباحثين في مختلف دول العالم, وذلك لأثرها على القيمة السوقية للشركات المالية, فقد بدأ هذا الاهتمام في التزايد منذ فترة غير بعيدة, حيث تكرر نداء الباحثين الى الحاجة الملحة لاستكمال ما بدأه (Modigllani & Miller,1958), و انصبت اهتمام هذه الدراسات الى تحديد محددات هيكل رأس المال وأثاره الرئيسة على القيمة السوقية للشركة. ومن الدراسات السابقة والقديمة و التي تناولت الهيكل التمويل ومحدداته, دراسة (Donaldson,1960), بحيث هدفت الى دراسة أثر التدرج في التمويل على هيكل رأس المال, وفي جولة مسحية قام بها حول سلوك الشركات في التمويل راس المال, وذلك استنادا الى مقابلة لمدراء(25) شركة امريكة كبيرة, فقد استنتج ان الشركات تفضل اللجوء الى التمويل الداخلي والذي يضم الأرباح المحتجزة, اكثر من اللجوء الى التمويل بالسندات والأوراق المالية, وانها لا تلجأ اليها, الا اذا كانت بحاجة لها في التمويل, وان لجأت اليها, فهي تفضل أولا الأقتراض عن طريق السندات ومن ثم يأتي كملاذ اخير اصدار الأسهم العادية .

وفي دراسة (Titman & wessels,1988), هدفت الى تحديد اثر الرافعة المالية على هيكل راس المال, حيث اعتبرت من أهم الدراسات الميدانية, وطبقت هذه الدراسة على عينة تتكون من (469) شركة صناعية امريكية عامة, خلال الفترة(1984 -1972), واستخدم في التحليل طريقة الانحدار المتعدد, لتقدير اثر هيكل رأس المال على الرفع المالي لدى هذه الشركات, وأظهرت النتائج الى وجود علاقة ايجابية بين هيكل الاصول وحجم الشركة ونسب الرفع المالي , وان هناك علاقة عكسية بين كل من الوفورات الضريبية من غير فوائد, ومعدل النمو, والأرباح التشغيلية, والربحية, مع درجة الرفع المالي .

اما في دراسة(Ozkan ,2001) , فقد قام بدراسة محددات هيكل راس المال, هدفت الى تحديد اثر الربحية والسيولة ومعدل النمو في تحديد هيكل رأس المال, حيث طبقت هذه الدراسة على (390) شركة مساهمة عامة مدرجة في السوق المالي البريطاني, وذلك باستخدام الربحية والسيولة, ومعدل النمو, والحجم, والوفرات الضريبية وتأثيرها على الرفع المالي. استنتجت الدراسة ان هناك علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين كل من ومعدل النمو, والسيولة, والربحية على الرفع المالي .

وعلى صعيد الدراسات العربية, هدفت دراسة (Barakat and Roa ,2004) الى محاولة معرفة محددات هيكل راس المال وذلك بالأعتماد على عينة تتكون من (12) دولة عربية, حيث قام بدراسة اثر الضريبة على أختيار هيكل راس المال, وتنوعت عينة الدراسة ما بين الدول التي تطبق نظام الضريبية والدول التي لا تطبقها, وشملت عينة الدراسة كل من (البحرين، مصر، الأردن، الكويت، لبنان، المغرب، عمان، فلسطين، قطر، المملكة العربية السعودية، تونس, الإمارات العربية المتحدة). واستخدمت طريقة التحليل (pooled Tobit regression) لتقدير تلك النماذج باستخدام البيانات الموحدة لهذه البلدان خلال الفترة من (2001 – 1996), واظهرت النتائج ان البلدان التي تطبق نظام الضريبة تستخدم الرفع المالي في تمويل هيكل راس المال اكثر من الدول التي لا تطبقها, واظهرت الدراسة ان الدرع الضريبي(Non-debt tax shields) غير مرتبطة بالدين له دلالة احصائية, ومرتبط بعلاقة ايجابية مع الرفع المالي في الدول غير ضريبية, في حين يرتبط ارتباطا سلبيا والى حد كبير في البلدان التي تطبق النظام الضريبي .

وفي دراسة اخرى, هدفت دراسة (بربار,2010) الى محاولة معرفة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للشركات المساهمة الاردنية العامة, ومددى اختلاف تلك العوامل باختلاف

الصناعة , والحكم على مدى تطابق سياسات التمويل بالشركات محل الدراسة مع اسس نظرية التدرج في التمويل حيث طبقت هذه الدراسة على (115) شركة اردنية مساهمة عامة. وذلك باستخدام كل من الوفورات الضريبية من غير فوائد, الربحية, حجم الشركة, عمر الشركة, الفرص الاستثمارية, هيكل الاصول, صناعة الشركة وتكلفة الاموال. وتوصلت الدراسة, الى ان الشركات الصناعية والخدمية تعتمد بشكل اكبر على التمويل بادوات الملكية, ومن اجل معرفة مدى اختلاف العوامل المؤثرة في الهيكل المالي باختلاف نوع الصناعة, تم فصل كل قطاع على حدة للتعرف على العوامل المؤثرة فيه. واظهرت النتائج, ان الشركات الصناعية تعتمد على قرارها التمويلي على مجموعة من العوامل على عكس الشركات الخدمية محل الدراسة التي ثبت انها تخضع قرار التمويل لسيطرة الملاك, ويمكن ارجاع ذلك الى طبيعة الفئة المالكة, كما تبين من الدراسة تطابق السياسات التمويلية للشركات محل الدراسة مع نظرية التدرج في التمويل.

اما دراسة (Sbeiti,2010) هدفت الى قياس اثر الرافعة المالية في تحديد هيكل رأس المال, وقد اشتملت عينة البحث على (142) شركة توزعت في كل(من السعودية, الكويت, عمان), وذلك خلال الفترة (2005-1998) حيث استخدمت طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) كطريقة في التحليل, لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الحجم, والسيولة, والنمو, والأصول الملموسة, ونسبة الفوائد) واثرها على الرفع المالي, وتوصلت الدراسة انه يوجد ارتباط سلبي بين السيولة والاصول الملموسة والربحية مع درجة الرفع المالي, بالأضافة ان الدراسة وجدت ان ليس هناك دلالة احصائية بين فرص النمو ودرجة الرفع المالي .

وخلصت دراسة (Hamada,2010) بالاعتماد على عينة مكونة من (18) شركة خدمية اردنية الى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين قيمة الشركة وهيكل راس المال, وهذا

يشير الى ان استخدام المفرط للديون يؤثر سلبا على القيمة السوقية للشركة, وهذا يعني ان هذه الشركات ليست قادرة على تحقيق الفوائد المرجوة من استخدام الدين. كما اظهرت النتائج الى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين قيمة الشركة وحجمها, اي ان الشركة تستخدم اصولها بشكل فعال لزيادة قيمتها.

اما دراسة (Kouki & Ben Said,2012) هدفت الى أختبار اثر كل من القيمة الدفترية, والنسبة السوقية وتاثيرهاعلى هيكل رأس المال, وذلك من خلال عينة مكونة من (244) شركة خليجية مساهمة عامة, وتكونت العينة من عدة قطاعات, قطاع الخدمات(86)شركة, وقطاع الصناعة(155) شركة, وقطاع النقل (23) شركة, وقطاع النفط (16) شركة وذلك خلال الفترة الواقعة من (2007-1997), واظهرت النتائج الى وجود علاقة ايجابية بين حجم الشركة والوفورات الضريبية والرفع المالي في التمويل, اضافة الى وجود علاقة ايجابية بين قيمة الشركة والقيمة الد فترية للديون طويلة الاجل وعلاقة سلبية مع القيمة السوقية للديون طويلة الاجل.

3.3 الدراسات المتعلقة بالمرونة المالية:

من اهم الدراسات في هذا المجال دراسة (Harvey&Graham,2001), و تعتبر من اول الدراسات الميدانية, حيث هدفت هذه الدراسة الى قياس اثر المرونة المالية في تحديد هيكل راس المال, واظهرت النتائج من خلال نشر نتائج استبانة تم من خلالها اخذ راي (392) مديرا ماليا في الولايات المتحدة الامريكية حول تكاليف راس المال, والميزانية الراس مالية, وهيكل راس المال. وقداظهرت النتائج ان رغبة الادارة بالاحتفاظ بالمرونة المالية كان العامل

الرئيسي المحدد على قرارات التمويل في هذه الشركات, وليس من خلال العوامل التي جاءت بها نظرية ترتيب اولويات التمويل والنظريات الاخرى.

وفي دراسة اخرى, هدفت الى اختبار المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال, اعتمد (Clark,2010) على عينة من الشركات الامريكية, المدرجة في البورصة الامريكية خلال (1971-2000), واظهرت نتائج الدراسة, انه عندما تكون القيمة الحدية للمرونة المالية مرتفعة, فانها تصبح المحدد الرئيس لهيكل راس المال, وتصبح المحدادات الاخرى غير مهمة نسبيا, وبالتالي فان هذه الشركات تعتمد اكثر على اصدار الاسهم كمصدر لتمويل عملياتها على حساب اصدار الديون .

كما هدفت دراسة (Byoun,2011) ايضا في تحديد اثر المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال وذلك من خلال باستخدام عينة من (322) شركة مساهمة امريكية عامة, خلال الفترة (1971-2006) مستثنية الشركات المالية والشركات الخدمية, وقد اظهرت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية ما بين الرافعة المالية والمرونة المالية, وقد قسم الشركات من حيث تطورها واحجامها, فقد لاحظت ان الشركات النامية والتي تكون في طور البناء للمرونة المالية تكون لديها الرافعة مالية منخفظة, اما الشركات المتطورة فانها تستخدم المرونة المالية لتمويل فرص نموها , فان لديها رافعة مالية عالية, بينما الشركات في طور اعادة بناء المرونة المالية فلديها رافعة مالية متوسطة. وبالتالي اظهرت الدراسة ان الفوائد والتكاليف المرتبطة بالمرونة المالية للشركة تؤثر على قرارات هيكل راس المال, لتتوصل ان المرونة المالية هي الحلقة المفقودة لنظريات هيكل راس المال .

وفي دراسة(Ferrando, *et al*,2011) هدفت الى دراسة اثر نسبة الدين على المرونة المالية, من خلال دراسة (685000) شركة اوربية في الفترة (2010-1990), اظهرت نتائج الدراسة, ان التحفظ في استخدام نسبة الدين لاجل تحقيق المرونة المالية مهمة جدا في الشركات الخاصة الصغيرة, والمتوسطة الحجم, والشركات اليافعة, والشركات التي توجد في دول ضعيفة في حماية المستثمرين, ومن خلال دراسة الفترة التي تضمنت الازمة المالية وجدت ان المرونة المالية ساعدت على تخفيض تاثير الصدمة في نقص السيولة في خيار الاستثمار. وساندت هذه الدراسة النظرية عن المرونة المالية والتي تقول ان المرونة المالية هي التي ترتبط مع الشركات التي لها القدرة على الاستفادة من الفرص الاستثمارية بشكل افضل, بغض النظر عن المعوقات التي تواجها الاسواق المالية.

ومن منظور اخر هدفت دراسة اخرى للباحثين (Bencil & Mitoo,2010) الى معرفة كيفية تاثير الازمة المالية العالمية في عام(2008), على المرونة المالية في الشركات الفرنسية, بالتركيز على مصادر ومؤشرات المرونة المالية, ومدى اهمية هذه الاخيرة في اتخاذ قرارات هيكل راس المال, فمن خلال المقابلات التي اجراها على (11) مديرا في الشركات الأمريكية, بالأضافة الى توزيع الأستبيانات على (8000) شركة فرنسية مدرجة, ومن خلال تحليل النتائج, وجد الباحثين ان الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية ,لم يؤثر عليها الأزمة المالية الا بدرجة طفيفة, بالاضافة الى ان الشركات التي تعتمد اكثر على التمويل الداخلي من المحتمل ان تكون لديها نسبة رفع مالي اقل, ونسب اعلى من النقدية, كما ان عملياتها التجارية قد لا تتاثر كثيرا بالازمة المالية, واخيرا خلصت الدراسة الى ان المرونة المالية تعتبر جزءا مهما من الاستراتيجية التجارية للشركة يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات هيكل راس المال.

وفي دراسة اخرى, هدفت دراسه (Ozgur *et all*, 2011) الى معرفة تأثير المرونة المالية على الاستثمار وأداء الشركات في شرق اسيا خلال الفترة (2009-1994), وشملت عينة الدراسة(1068) شركة, واشتملت الدراسة على فترتين, الفترة الاولى (1998-1997) حصلت فيها الازمة المالية الاسيوية, وفترة (2009-2007) وحصلت فيها الازمة العالمية, واظهرت نتائج الدراسة ان الشركات لها القدرة على بلوغ المرونة المالية وذلك من خلال اتباع التحفظ في نسبة الدين وكذلك عن طريق الاحتفاظ بكمية وافية من السيولة النقدية, وتوصلت الدراسة الى ان المرونة المالية مهمة في تحديد اداء المنشاة, فمن خلال الازمة الاسيوية اظهرت النتائج ان المنشات التي تتمع بالمرونة المالية خلال الازمة كان لها القدرة على استغلال الفرص الاستثماريه اكثر من غيرها من الشركات, وتكون اقل اعتمادا على التمويل الخارجي في الاستثمار وادائها افضل من المنشات التي تكون اقل مرونة.

وجاءت دراسة (Darabi,et al,2012) لتختبر اثر المرونة المالية على هيكل رأس المال وذلك في سوق طهران للأوراق المالية, حيث طبقت الدراسة على عينه مقدارها(82) شركة خلال الفترة (2011- 2006), حيث طبقت طريقة نموذج الانحدار الخطي المتعدد (multivariate linear regression models) كأسلوب في التحليل. واظهرت نتائج الدراسة , ان ليس هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين المرونة المالية واتخاذ قرارات في هيكل رأس المال, بالأضافة ان النتائج اظهرت ان الشركات الايرانية لا تولي اهتماما بالمرونة المالية عند اتخاذ قرارات هيكل راس المال, والذي بدوره قد يؤدي الى ضياع الفرص الإستثمارية المربحة . بالاظافة ان الدراسة توصلت بان هناك علاقة سالبة بين المرونة المالية ونسبة الدين.

اما دراسة (بلعمي,2012) فقد هدفت الى تحديد كيفية تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال للشركات الاردنية الصناعية,حيث شملت عينة الدراسة على (77) شركة مساهمة صناعية مدرجة في بورصة عمان في الفترة (2009-2000), و اظهرت الدراسة, ان الشركات الاردنية تعتمد على التمويل عن طريق الاقتراض بشكل اقل في المراحل الاولى لنشاتها,ولكن كلما تطورت الشركة وزاد حجمها ,كلما زاد الاعتماد على القروض في تمويل استثماراتها بدلا من الاعتماد اصدار الاسهم كطريقة في التمويل. واظهرت الدراسة, ان العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية, وقرارات الشركة التمويلية علاقة عكسية, الامر الذي يعكس ان الشركات الصناعية لا تاخذ بعين الاعتبار المرونة المالية عندما تقوم باتخاذ قرارات هيكل التمويل كلما زاد حجمها وزادت فرص نموها .وفي دراسة اخرى (Hassan,2013), هدفت هذه الدراسة الى تحديد اثر المرونة المالية على الأستثمار في (53) شركة صناعية اردنية مدرجة في بورصة عمان, وذلك في الفترة (-2000 2010), وتوصلت هذه الدراسة ان التدفق النقدي, وحجم الشركة, لها تاثير ايجابي على استثمار الشركات الصناعية الاردنية, اضافة الى ذلك, الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون اقل حساسية للتدفق المالي من الشركات الاخرى, و ان الشركات الاردنية المرنة ماليا تكون اقل عرضة لمعوقات السوق, و ربحية هذه الشركات تزداد بعد الوصول الى المرونة المالية .

4.3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

بعد استعراض الأدبيات المتعلقة بالموضوع, والتي تناولت المرونة المالية وتأثيرها على هيكل التمويل في الدول المتقدمة والنامية بما فيها الأردن, تبين انها في مجملها قامت بتقييم اثر المرونة المالية للقطاع الصناعي (محل الدراسة), والتي من شأنها التأثير على القرارات المالية والأستثمارية للشركات الصناعية. أضف الى ذلك ان معظم هذه الدراسات تم تطبيقها في دول تتميز بالتطور الأقتصادي, وتطور أسواقها المالية, مما يعني قلتها في الدول النامية, لذلك اتت هذه الدراسة لملئ الفراغ الناجم عن قلة الدراسات السابقة في الدول النامية حول تأثير المرونة المالية على هيكل رأس المال, حيث ان المرونة المالية واثرها على هيكل رأس المال لم يأخذ حقه من الدراسات السابقة وعلى وجه الخصوص العربية, لما له من أثر الكبير على القرارات التمويلية والتي يعكسها أداء الشركة. وحسب اطلاع الباحثة تعتبر هذه الدراسة من الدراسات الاولى التي اجريت على اسواق مجلس التعاون الخليجي, والذي اختبرت تأثير المرونة المالية على هيكل راس المال خلال الفترة من (2012-2008).

3.5 فرضيات الدراسة:

في ضوء مراجعة أدبيات المرونة المالية وتأثيرها على هيكل رأس المال, وتحقيقا لأهداف الدراسة ,ستقوم هذه الدراسة بأختبار الفرضيات التالية :

1. هناك علاقة بين قرارات التمويل والمرونة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق الخليجية المالية.

وينبثق عن الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية: -

1. هناك علاقة خطية بين كل من المتغيرات, حجم الشركة (Size), الأرباح المحتجزة (RE), ونسبة التدفق النقدي (CF), والرافعة المالية (Lev).
2. هناك علاقة عكسية بين كل من الرصيد النقدي للشركة (Cash) وتوزيعات الأرباح(Div) وبين الرافعة المالية للشركة.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4.مقدمة

2.4.مجتمع وعينة الدراسة

3.4.بيانات الدراسة وطرق جمعها .

4.4.التعريف بمتغيرات الدراسة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4 المقدمة:

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على اثر المرونة المالية على قرارات هيكل راس المال, وعليه حاولت هذه الدراسة في الفصول السابقة عرض النظريات لهيكل رأس المال وتفسير مفهوم المرونة المالية, وكيفية تحديدها, لتحديد العلاقة بين المتغيرات, وذلك لفهم وتفسير سلوك الإدارة في الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية, وعليه يقدم هذا الفصل المنهجية المتبعة في تقدير العلاقات الإحصائية بين متغيرات الدراسة, بدءا بالتعريف بمجتمع وعينة الدراسة, وطرق جمع البيانات, بالإضافة الى عرض النماذج الرياضية, والأساليب المستخدمة في التحليل, مرورا بتعريف متغيرات الدراسة وطرق قياسها.

2.4 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المدرجة في الاسواق المالية في مجلس التعاون الخليجي, حيث تتكون عينة الدراسة من (39) شركة للفترة (2012-2008) حيث اتبعت الدراسة معايير لتحديد عينة الدراسة والتي تتمثل في:

1. استبعدت جميع الشركات ذات البيانات المفقودة, او الشركات الغير كاملة خلال مدة الدراسة ,كذلك تم استبعاد الشركات التي توقفت عن العمل والتي تم ايقاف تداولها في الأوراق المالية لمجلس التعاون الخليجي.

2. تم اخذ فقط المنشأت الصناعية وتم استبعاد المنشات القطاع المالي, والخدمي, والتأمين, وذلك لأهمية القطاع الصناعي في الأقتصاد.

3.4 بيانات الدراسة وطرق جمعها :

تم جمع البيانات المالية المستخدمة لنموذج الدراسة عن طريق القوائم المالية السنوية للشركات الصناعية المدرجة في مجلس التعاون الخليجي, وذلك بالإعتماد على قائمة الدخل, والميزانية وقائمة التدفق النقدي, حيث تتوفر قوائم الشركات على المواقع الإلكترونية للأوراق المالية الرسمية لكل دولة, وتم قياسها بعدة طرق إحصائية, حيث تم استخدام طريقة (Panel Data Analysis), وبالاعتماد على الاطار النظري للدراسة بالاظافة الى الدراسات السابقة (Byoun ,2011), ستتم معالجة العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال بناء نموذج قياسي اني (Simultaneous Equation Model) نظرا لكون متغيرات الدراسة (قرارات تمويل هيكل راس المال مقاسة بنسبة الرافعة المالية, والرصيد النقدي للشركة) متداخلة فيما بنها وترتبط ارتباطا وثيقا مع الرافعة المالية, وبالتالي يتكون نموذج المعادلات المستخدمة في هذه الدراسة من معادلتين:

- $LEV = \beta_0 + \beta_1 Div + \beta_2 Cash + \beta_3 RE.\ D^{RE+} + \beta_4 RE.\ D^{RE-} + \beta_5 CFv\alpha\ .\ D^{CFV+} + \beta_6 CFV.D^{CFV-} + \beta_7 Size + \beta_8\ FA + \beta_9\ NWC + \beta_{10} Dep + \beta_{11} MB + \varepsilon_l$ .... Equation 1
- $_*Cash = \alpha_0 + \alpha_{c1} Div + \alpha_{c2} LEV + \alpha_{c3} Size + \alpha_{c4} CFV + \alpha_{c5} MB + \alpha_{c6} NWC + \alpha_{c7}\ CE + \varepsilon_c$ .... Equation 2

حيث تمثل الرموز :

- Lev:متغير تابع, وتمثل نسبة الرافعة المالية, Cash :متغير تابع ويمثل الرصيد النقدي ,
- Div: متغير مستقل, وترمز الى توزيعات ارباح, RE : متغير مستقل وتمثل الارباح المحتجزة, D^{RE+} : تمثل متغير وهمي يساوي(1)اذا كانت الشركة تملك ارباح محتجزة موجبة ,وتعتبر (0) غير ذلك. D^{RE-} :تمثل متغير وهمي يساوي (0) اذا كانت الشركة تملك ارباح محتجزة سالبة ,وتعتبر (1)غير ذلك.
- CF: متغير مستقل, وتمثل الدخل التشغيلي قبل اقتطاع الضريبة والاهتلاكات. D^{CF+} : متغير وهمي تمثل التدفقات النقدية, حيث تعتبر (1) اذا كانت الشركة تملك تدفقات نقدية موجبة,وتعتبر(0) غير ذلك. D^{CF-} : متغير وهمي تمثل التدفقات النقدية, حيث تعتبر (1) اذا كانت الشركة تملك تدفقات نقدية سالبة,وتعتبر(0) غير ذلك.
- Size: متغير مستقل ويمثل حجمالشركة.
- NWC: متغي مستقل , وتمثل صافي راس المال العامل
- MB:متغير ضابط ويمثل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة MB الدفترية
- FA: متغير ضابط وويمثل, الاصول الثابتة.
- Dep: متغير ضابط وويمثل الاهتلاك.
- CE: متغير ضابط وويمثل, الانفاق الراس مالي.

ولغايات تحقيق اهدافالدراسة ,استخدمت عدة طرق احصائية كان من بينها, طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2 sls), حيث اعتبرت طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين هي الابسط والاوسع انتشارا من بين طرق المعلومات المحدودة المخصصة لقياس معالم النماذج الهيكلية. وتقود الطريقة الى مقدرات تتسم بالاتساق ويمكن تطبيقها كذلك على المعادلات المميزة تماما حيث تقود الى قياسات متطابقة مع تلك التي يمكن التوصل اليها عبر طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة, وتتفوق المربعات الصغرى ذات المرحلتين على المربعات الصغرى غير المباشرة من حيث انها تعطي الاخطاء المعيارية للمعالم المقدرة مباشرة والتي يتعذر الحصول عليها من خلال المربعات الصغرى غير المباشرة (2003 ,Gujarati).

اولا: لتأكد من مدى ملائمة المعادلة المستخدمة, تم استخدام العديد من طرق الفحص مثل :

- تم اضافة T–Test,وذلك لقياس الأهمية الإحصائية لمتغيرات الدراسة.
- بهدف اختبار مشكلة عدم التجانس (Heteroscedasticity), تم استخدام اسلوب(Breuch–Pagan/Cook Weisberg). حيث يجب ان لا يكون لقيمة (Chi) اي دلالة احصائية لقبول الفرضية .
- للكشف عن مشكلة(Multicolinearity), تم استخدام طريقة Variance Inflation Factor (VIF).

4.4.التعريفات بمتغيرات الدراسة:

تتضمن الدراسة مجموعتين من المتغيرات ؛ المتغيرات الداخلية (Endogenous Variables) وتشمل نسبة الرافعة المالية والرصيد النقدي للشركة.

والمتغيرات الخارجية (Exogenous Variables) وتشمل حجم الشركة، ونسبة التدفق النقدي، ونسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي رأس المال، ونسبة توزيعات الأرباح، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

1.4.4.المتغيرات التابعة :

وهي تمثل كل من الرافعة المالية(LEV) ,والرصيد النقدي (Cash),وفيما يلي سنتطرقت الى طريقة حساب كل متغير.

اولا :الرافعة الماليةLEV:

ويتم قياس الرافعة المالية بعدة طرق منها , نسبة الدين الى مجموع الأصول , ونسبة الدين الى رأس المال. وسيتم التعبير عن نسبة الرافعة المالية بمجموع الالتزامات الى مجموع الاصول

في هذه الدراسة وذلك تماشيا مع دراسة كل من(بلعمي,2012) و(Clark2010).وقد توصلت دراسة كل من , (Byoun, 2009) (Bates *et al* ,2011) الى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية والرصيد النقدي للشركة.

ثانيا:الرصيد النقدي (Cash):

يتم قياس الرصيد النقدي , عن طريق قسمة الرصيد النقدي على مجموع الأصول ,وقد جاءت دراسات كثيرة مبينة ان الأحتفاظ بالرصيد النقدي يؤدي الى وجود مشكلة الوكالة, فقد اشار (Jensen,1986) الى ان ارتفاع الرصيد النقدي يؤدي الى تكاليف الوكالة وبالتالي تلجأ الشركة الى تخفيض الرصيد عن طريق توزيع ارباح على المساهمين , واظهرت نتائج دراسته الى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والرصيد النقدي لدى الشركات .

2.4.4.المتغيرات المستقلة :

تم استخدام المتغيرات المستقلة التالية والتي يمثل جزء فيها مقياسا للمرونة المالية المتاحة, وهي الأرباح المحتجزة (RE), والرصيدالنقدي(Cash) , وحجم الشركة(SIZE), ونسبة توزيعات الأرباح (Divi), والتدفقات النقدية (CF), حيث تم استخدام تلك المتغيرات في معظم ادبيات الدراسات السابقة المختصة في هذا الموضوع . (Darabi ,et al ,2012) .

اولا :نسبة الأرباح المحتجزة Retained Earining :

وهي الأرباح التي يتم الإحتفاظ بها ,حيث في بعض الدول الخليجية تلزم الشركات المدرجة ان تحتفظ بالأرباح كإحتياطي قانوني كنسبة من صافي الربح يساوي (5%),حيث تستخدمها الشركات من اجل استخدامها في المشاريع الإستثمارية بدلا ان توزع على المساهمين على

شكل توزيعات نقدية. وتماشيا مع دراسة (Byoun,2011),(Clark, 2010),و(بلعمي ,2012), تم حساب هذه النسبة بقسمة الأرباح المحتجزة (المدورة) على مجموع الأصول.

ثانيا:نسبة الرصيدالنقدي Cash:

يوفر الرصيد النقدي المرونة المالية في الشركات,مع تفاوت في الوصول الى مصادر التمويل الخارجية ,حيث تم حسابها ,عن طريق قسمة الرصيد النقدي المدرج في قائمة الموازنة المالية مقسوما على مجموع الأصول ,حيث صنف (Almeida & Campello,2006) حجم الرصيد النقدي يؤثر على احجام الشركات , فقد ذكر ان الشركات التي تكون بمرحلة النمو تميل الى الأحتفاظ بنسبة قليلة من الرصيد النقدي وذلك عكس الشركات الناضجة والمتطورة حيث تميل الى الاحتفاظ بنسبة كبيرة من الرصيد النقدي وذلك حفاظا على مرونة مالية تناسب حجم استثمارتها المتوقعة ,و نظرا ان الاحتفاظ بالرصيد النقدي قد يؤدي الى رفع التكاليف الناجمة عن تكاليف الوكالة (Aancy cost) فانها تضحي بالمرونة المالية نظرا لهذه التكاليف.

ثالثا:حجم الشركة SIZE:

توجد عدة بدائل شائعة في ادبيات الادارة المالية للتعبير عن حجم الشركة مثل نسبة النمو في مجموع الاصول,او نسبة المصاريف الرأس المالية على مجموع الأصول ,واتساقا مع دراسة (Byoun,2011), سيتم حساب حجم الشركة عن طريق باللوغاريتم الطبيعي لمبيعات الشركة,وقد بين (Rajan & Zingales ,1995) العلاقة بين حجم الشركة والمرونة المالية, حيث ذكر انه كلما زاد حجم الشركة اصبحت اكثر تنوعا واقل تذبذبا في عوائدها السنوية, مما يؤدي الى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها, وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة المديونية مرتفعة في هيكل راسمالها اكثر من الشركات الاقل حجما الكبرة (Clark,2010). وقد وجد تفاوت في العلاقة ما بين اثر فرص النمو وهيكل راس المال ,حيث توصل(Ozkan,2001),الى وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وهيكل التمويل ,ودراسات

اخرى وجدت ان هناك علاقة ايجابية بين حجم الشركة وهيكل التمويل مما يشجعها على الإقتراض اكثر (Zurigat ,2009),(Byoun,2011).

رابعا:نسبة توزيعات الأرباح Divi :

حيث تم قياسها عن طريق قسمة الأرباح الموزعة مقسومة على الدخل الصافي للشركة ,

وقد تم الاستعانة بها لقياس المرونة المالية ,حيث من المعروف ان الشركات التي لا توزع ارباح على مساهميها تكون بالأغلب مقيدة وتجد صعوبة في استخدام الرفع المالي ,حيث ترى بعض الدراسات ان هناك علاقة سالبة بين توزيع الارباح والرفع المالي,(DeAngelo & DeAngelo ,2007).

خامسا:نسبة التدفقات النقديةCFV:

وقد تم التعبير عن هذا المتغير عن طريق نسبة التدفق النقدي قبل طرح الضرائب والفوائد مقسوم على مجموع الاصول ,حيث استخلص (Byoun,2011) ان الشركات التي تكون بمرحلة النمو والصغيرة الحجم يكون لديها التدفقات المالية ضئيلة مقارنة مع الشركات الكبيرة والتي تكون بمرحلة التطور .

3.4.4.المتغيرات الضابطة:

اولا :صافي رأس المال العامل NWC:

وقد تم قياسه عن طريق طرح الأصول المتداولة من الالتزمات المتداولة ,حيث توصل دراسة (Byoun,2011) الى وجود علاقة طردية بين نسبة راس المال العامل والرفع المالي .

ثانيا:القيمة السوقية على القيمة الدفترية MB:

والتي تم قياسها عن طريق نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ,حيث تم حسابها(القيمة الدفترية للأصول–مجموع حقوق المساهمين)+(عدد الاسهم المكتتب بها مضروب بسعر الاغلاق)مقسوما (على القيمة الدفترية للأصول) .(Byoun,2011)

ثالثا:الأصول الثابتة FA:

تعتبر الاصول الثابتة من المؤشرات المهمة لدى الشركات, والتي تدل نسبتها على قدرة الشركة على الوفاء بالدين وكضمان لها في حالة التعثر المالي, فعند عدم مقدرة الوفاء بالدين يتم تسييل هذه الاصول لدفع قيمة الدين لاحقا, لذلك كثير من البنوك التي تعطي القروض تلجا الى نسبة الاصول الثابتة كضمان لها. وقد تم قياسه من خلال قسمة الاصول الثابتة على مجموع الاصول (Byoun,2011) ومنها قد استنتج ,(2007, DeAngelo & DeAngelo) الى وجود علاقة موجبة بين الاصول الثابتة والرفع المالي.

رابعا:نسبة الاهتلاك DEP:

وقد تم قياس نسبة الاهتلاك وذلك بقسمة نسبة الاهتلاك على مجموع الاصول, حيث افترض الباحث (Byoun,2011) الى وجود علاقة عكسية بين الاهتلاك والاطفاء والرافعة المالية.

خامسا:نسبة الانفاق الراس ماليCE:

حيث تم احتسابهاعن طريق التغير في الاصول الثابتة للشركة,حيث استنتج (DeAngelo & DeAngelo,2007). ان النفقات الراسمالية قد تؤدي الى زيادة قدرة الشركة على الاستدانة, وبالتالي تقليل الطلب على النقد, وذلك لان النفقات الراسمالية تساعد الشركة في الحصول على الاصول التي يمكن ان تستخدم كضمان للدين.وعليه يتوقع ان يوجد علاقة سالبة بين الرصيد النقدي ونفقاتها الرسمالية.

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

1.5 مقدمة ·

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة·

3.5نتائج اختبار (VIF) ·

4.5 اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity

5.5 نتائج الانحدار باستخدام طريقة المربعــات الصــغرى ذات المرحلتين

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

1.5**مقدمة**:

تم أستخدام تقدير معدلات الإنحدار باستخدام Panel Data ,ونظرا لتداخل العلاقات بين المتغيرات تم استخدام نموذج مكون من معادلتين انيتين ،(Simultaneous Equations Regression Mode),وتم تقدير معادلة الإنحدار وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين,Two stage least square (SLS 2).كما يعرض هذا الفصل نتائج التحليل الوصفي وتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

2.5***التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:***

يوضح نتائج التحليل الوصفي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة المتعلقة بنماذج الدراسة

كما هو مبين في الجدول رقم(1.5) ما يلي :

جدول رقم(1.5)

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أقل قيمة
Lev	0.3517	0.2110	0.8245	0.0126
Cash	0.0792	0.0762	0.5478	0.0038
RE	0.2534	0.2364	0.6965	1.233-
Size	7.386	1.019	9.174	5.008
Div.	0.0146	0.0271	0.2976	0.0129-
CFLW	0.07	0.090	0.33	0.38-
MB	2.43	0.89	4.30	0.09
NWC	0.0196	0.1969	1.585	0.2409-
FA	0.4613	0.2180	0.9112	0.0041
Dep.	0.0163	0.0235	0.1098	0

المصدر:اعدا الباحثة بالاعتماد على مخراجات Stata 11

- بلغت أعلى قيمة لمعدل نسبة المديونية (82.45%)، بينما بلغت أقل قيمة (1.26%) ، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (35.17%)، وبانحراف معياري (0.211),وهي نسبة قريبة من نتائج الدراسات التي طبقت على الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية ,اذ تراوحت هذه النسبة بين(0.243 %و 0.35%) في بعض الدراسات مثل (Lang et al,1996). وتشير هذه النتائج المختلفة الى اختلاف بين الشركات في استخدام التمويل عن طريق الدين, وذلك نتيجة في تفاوت احجام هذه الشركات او نسبة النمو, او مستوى المخاطر التي تواجهها, وكذلك المعوقات التي تمنع الشركة من الحصول على التمويل الخارجي .
- بلغت أعلى قيمة للرصيد النقدي(**Cash**) للشركة (54.78%)، بينما بلغت أقل قيمة (0.0038%)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (7.92%)، وبانحراف معياري (0.76), وقد

كانت هذه النتيجة قريبة من نتائج دراسة تم تطبيقها على المملكة الأردنية الهاشمية حيث بلغ المتوسط النقدي فيها حوالي (% 7.46) (بلعمي ,2012), اماالإختلاف في الرصيد النقدي يعود الى تفاوت الشركات عينة الدراسة في رغبتها للإحتفاظ بالرصيد النقدي.

- بلغت أعلى قيمة للأرباح المحتجزة(**RE**) (0.69%)، بينما بلغت أقل قيمة (1.233− %)، مما يدل على تفاوت حجم الأرباح المحتجزة بين الشركات عينة الدراسة، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (25.3%)، وبانحراف معياري (0.234).

- بنما بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة(**Size**) , والمعبره عنه باللوغاريتم الطبيعي للمبيعات, (9.17)، بينما بلغت أقل قيمة (5.008)، مما يدل على تقارب أحجام شركات عينة الدراسة، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (7.386)، وبانحراف معياري (1.019).

- بلغت أعلى قيمة لتوزيعات الأرباح.(**Div**)(29.76%)، بينما بلغت أقل قيمة (1.29%)، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (1.46%)، وبانحراف معياري (0.0271). بمعنى أن الشركات عينة الدراسة لا تقوم جميعها بتوزيع الأرباح على مساهميها، إنما تتبع كل شركة سياسة توزيع أرباح مختلفة عن الأخرى. حيث اشار دراسة (Byoun,2008) بأن الشركات في مرحلة النمو ,لا توزع ارباح محتجزة نتيجة لنموها السريع, ولحاجتها الى زيادة راس المال للتوسع , اما الشركات الشركات ذات الحجم الكبيرة والمتطورة,حيث توزع هذه الشركات الأرباح المحتجزة, نتيجة انها شركات ذات نمو بطئ, وتصبح ارباحها شبه ثابتة, لذلك تلجأ الى توزيع الأرباح المحتجزة على المساهمين .

- بلغت اعلى قيمة للتدفقات النقدية (**CFLW**) للشركة(0.33), بنما يلغت أقل قيمة (0.38−), اما الوسط الحسابي فقد بلغ قيمتة (0.07), و وبانحراف معياري(0.090), وهذا يشير الى الأختلاف الكبير في التدفقات النقدية بين الشركات, لأختلاف العمليات التشغيلية للشركات .

- وهي تقيس نمو الشركة والمعبره عنه بالقيمة السوقية على القيمة الدفترية(MB), حيث بلغت متوسط هذا المؤشر (2.43), وقد تراوحت هذه القيمة بين (0.09) كحد أدنى, و(7.4) كحد اقصى.

- بلغت أعلى قيمة لصافي رأس المال العامل(**NWC**) (158.5%)، بينما بلغت أقل قيمة (240.9-%)، وبالتالي يتبين لنا أن الشركات عينة الدراسة منها ما يمتلك أصول متداولة ذات قيمة مرتفعة تزيد عن حجم المطلوبات ومنها ما يعاني من عجز بالسيولة بحيث تزيد حجم مطلوباتها عن حجم ما لديها من سيولة، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (1,96%)، وبانحراف معياري (0.196).

- بلغت أعلى قيمة لإجمالي الأصول الثابتة(**FA**) (19.12%)، بينما بلغت أقل قيمة (0.0041%)، وهذا يدل على اختلاف حجم الأصول التي تمتلكها كل شركة من الشركات عينة الدراسة، وقد يدل ذلك على طبيعة الأنشطة الاستثمارية التي تقوم بها الشركة، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (46.1%)، وبانحراف معياري (0.2180).

- بلغت أعلى قيمة للاستهلاكات.(**Dep**) (10.98%)، بينما بلغت أقل قيمة (0%)، بمعنى تفاوت الاستهلاك الحاصل بقيمة الأصول المملوكة لدى الشركة، أما الوسط الحسابي فقد بلغ (1.63%)، وبانحراف معياري (0.023).

3.6.**نتائج اختبار** (VIF):

يتكون الإنحدار المتعدد من اكثر من متغيرين ,(Regression With More Than Two Variables,)حيث ان احدهما تابع والأخرى عدة متغيرات مستقلة,حيث تم تقدير الانحدار المتعدد عن طريق المربعات الصغرى ذات المرحلتين(2OLS) في نموذج الدراسة.

وحتى يتم تحديد اثر المتغيرات المستقل على المتغير التابع كل واحد على حدة يجب ان لا يعاني النموذج من مشكلة الأرتباط الخطي ,بحيث لا يوجد إرتباط بين متغيرات الدراسة ,بإضافة ان معامل الخطأ يجب ان يكون مستقلا لكل معادلة, وعليه يتم إستخدام (Variance Inflation Factor) حتى نقيس مشكلة الإرتباط المتعدد بين المتغيرات. وكما هو معلوم, حتى يتم الأعتراف بأن هناك ليس اي مشكلة في الأرتباط المتعدد ويجب أن تكون قيمة متغيرات الدراسة أقل من (10), وفي هذه الدراسة يوجد لدينا معدلتان, حيث تم الأختبار عليهما(VIF) لمتغيرات الدراسة, و من خلال الجدول التالي جدول (3.5) و جدول(2.5) يتبين لنا أن قيمة متوسط معامل (VIF) قد بلغ (1.29) للمعادلة الأولى، و(1.63) للمعادلة الثانية، وهي قيم تقل عن (10) مما يدل على عدم وجود ازدواجية خطية بين متغيرات الدراسة, اي عدم وجود مشكلة الأرتباط المتعدد (Multicollenearity) اذ كان متوسط (VIF) في كلا النموذجين أقل من (10).

جدول رقم (5-2)

اختبار الازدواجية الخطية*

VIF	**المعادلة**
1.29	المعادلة الأولى (Lev)
1.63	المعادلة الثانية (Cash)

***المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج التحليل STATA.**

4.5 اختبار تجانس البيانات Heteroskedasticity

تم استخدام اختبار تجانس البيانات (Heteroskedasticity), للتعرف على مدى تجانس بيانات الدراسة، حيث تم الاستعانة بنموذج (Breuch–Pagan/cook– Weisberg) ، والذي يقوم باختبار الفرضية الصفرية, التي تنص على أن تباين أخطاء المتغيرات كلها

متساوية، بينما تنص الفرضية البديلة على أن تباين الأخطاء يتزايد مع تزايد قيمة المتغير التابع، بمعنى أن زيادة قيمة المتغير التابع تؤدي إلى زيادة قيمة الخطأ، وقد تبين عدم وجود مشكلة في تجانس البيانات.

دلت نتائج إختبار (Breuch–Pagan/cook– Weisberg), بأن بيانات الدراسة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس وذلك بناء على نتيجة (Chi–Square –Distribution), حيث بينت النتائج ان الأخيرة غير دال إحصائيا, فمن خلال الجدول (3.5) يتبين لنا أن قيمة Chi^2 قد بلغت (1.25) للمعادلة الأولى، و(1.72) للمعادلة الثانية، وهي قيم منخفضة وغير دالة إحصائيا عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$)، مما يدل على عدم وجود مشكلة تجانس البيانات.

والجدول (3.5)التالي يوضح نتائج هذا الاختبار في كلا المعادلتين:

اختبار تجانس البيانات

جدول رقم (3.5)

Chi^2	$Pro. Chi^2$	المعادلة
1.25	0.263	المعادلة الأولى (Lev)
1.72	0.189	المعادلة الثانية (Cash)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج التحليل STATA

5.5 نتائج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين:

بعد التأكد من عدم وجود مشكلة متعلقة بالارتباط الذاتي، وتجانس البيانات، تم تحليل بيانات الدراسة باستخدام طريقة المربعات ذات المرحلتين, سنوضح النتائج التي تم التوصل اليها من خلال الجدول (4.5) التالي :

جدول رقم (4.5)

نتائج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين

Variables	Lev		Variables	Cash	
Cash	-0.176	-0.2 6	LEV	-0.314	-0.70
CF .D[CF+]	0.94	0.277	CF LW	-0.288	-0.67
CF .D[CF-]	-0.22	-0.75	CE	-0.151	0.00
RE .D[RE+]	-0.30	-0.500			
RE. D[RE-]	-0.07	-0.405			
SIZE	0.106	0.951	SIZE	0.03	0. 547
FA	-0.59	-0. 28			
DE PR	-0.219	-0. 18			
DIVID	-0.024	-0.620	DIVID	0.074	0.186
NWC	-0.149	0.596	NWC	1.088	0. 31
CONS	-1.147	0.031	CONS	-3.572	0.00
MB	0.030	1.15	MB	0.22	2.40

Eqation	Observations	Parameters	R^2	F-STATISTIC	Prop
Lev	39	10	0.5145	25.07	0.000
Cash	39	8	0.4364	15.55	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج التحليل STATA.

المعادلة الاولى:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev), والرصيد النقدي للشركة (Cash) الا ان هذه العلاقة ليست ذات دلالة احصائية, ولا تتفق مع فرضيات الدراسة وكذلك لا تتفق مع ما توصلت اليه الدراسات كل من (Byoun,2011) (DeAngelo & DeAngelo ,2007).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين كل من, نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة التوزيعات الارباح (Div), حيث تعد هذه العلاقة منطقية على اعتبار ان

الشركات التي توزع ارباح كبيرة تحتفظ بنسبة مديونية منخفظة. وتتوافق هذه النتيجة مع فرضيات الدراسة, ويمكن تفسير ذلك ان الشركات التي لديها نسبة مديونية منخفظة, تميل الى توزيع نسبة كبيرة من ارباحها, من اجل تخفيض تكلفة المعاملات المرتبطة بالتمويل الخارجي, بالاضافة الى ذلك, فان تفضيل المستثمرون لسياسة توزيع الارباح يختلف تبعا لاحتياجاتهم, فمنهم من يفضل اتباع سياسة توزيع ارباح واسعة, واستنادا الى دراسة بعض الباحثين مثل (DeAngelo & DeAngelo , 2007) فان المستثمرون يفضلون وجود رافعة مالية منخفظة وتوزيعات ارباح عالية, حيث ان مثل هذه السياسات تضمن وجود مرونة مالية جيدة في المنشاة, وتقلل من القصور في القرارات الاستثمارية, وفي نفس الوقت تقلل من مشاكل الوكالة.

- تم اختبار علاقة بين الرافعة المالية (Lev) وحجم الشركة (Size), واظهرت النتائج الى وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية وحجم الشركة, والتي تدل على انه كلما زاد حجم الشركة ارتفعت نسبة مديونتها. بالاظافة ان الشركات الصناعية التي تكون حجمها كبيرا تكون اكثر قدرة على تنويع استثماراتها, وبالتالي تكون اقل عرضة للعسر المالي , بالاظافة الى ذلك, يمكن النظر الى هذه العلاقة على ان حجم الشركة يعتبر مؤشرا لاحتمالية فشل الشركة, فينظر الى الشركات الكبيرة على انها اقل احتمالا للفشل من الشركات التي تصغرها بالحجم, وبما ان شركات السوق المالي الخليجي تعتبر صغيرة من حيث الحجم, لا يمكن مقارنتها بالشركات في الاسواق العالمية الكبيرة, ونتيجة لذلك فان وجود علاقة خطية نابع من اهمية الملاءة المالية بالنسبة للشركات عند اللجوء الى الدين.

- وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة التدفقات النقدية الموجبة (CF .DCF+) وكذلك وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين الرفع المالي (Lev) والتدفقات المالية السالبة (CF .DCF−) , وهذا يدل على وجود علاقة غير خطية بين التدفقات النقدية ونسبة المديونية.
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين كل من الرافعة المالية (Lev) وبين نسبة الارباح المحتجزة السالبة ($RE.\ D^{RE-}$), ووجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين كل من الرافعة المالية(Lev) وبين نسبة الارباح المحتجزة الموجبة($RE.\ D^{RE+}$). وهذا يدل عدم وجود فرق في التاثير على نسبة المديونية بين نسبة الارباح المحتجزة السالبة او الموجبة. وهذا يتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Csh Flow Theory) حيث تعتمد المفاضلة ما بين حجز الارباح والاستدانة على مقدار النقد الحر المتوفر.
- اظهرت الدراسة الى وجود علاقة سالبة ليست ذات دلالة احصائية بين كلمن الرافعة المالية (Lev), للشركة وبين صافي راس المال العامل(NWC), والاهتلاكات (DEP), واصول الشركة الثابتة (FA) .
- اظهرت النتائج الى وجود علاقة موجبة بين معدل النمو (MB) والرافعة المالية (Lev) إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية. مثل هذه النتيجة تظهر عزوف الشركات عن التمويل عن طريق اصدارات الأسهم مقارنة مع التمويل عن طريق الدين وذلك يعود ربما إلى ضعف الملاءة المالية.

المعادلة الثانية:-

- اظهرت ان العلاقة بين الرصيد النقدي (cash) وكل من حجم الشركة (Size) ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية(MB) علاقة موجبة ذات دلالة احصائية على الرصيد النقدي للشركة, وهذا يعني انه كلما كبر حجم الشركة وزادت فرص نموها كلما اتجهت الى الاحتفاظ بارصدة نقدية اكبر. ويمكن ان يفسر العلاقة الموجبة بين حجم والنقدية, بان الاحتفاظ برصيد نقدي كبير يمكن للشركة من الاستفادة من وفورات الحجم.
- اظهرت الدراسة الى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرصيد النقدي (Cash) وكل من نسبة المديونية (Lev)وتوزيعات الارباح (Div), مما يعني ان حجم الرصيد النقدي التي تحتفظ به الشركة لا يتاثر بنسب مديونيتها, او سياسة توزيع الارباح التي تتبعها.
- اظهرت الدراسة ان هناك علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين الرصيد النقدي (Cash) وبين كل من الحجم (Size), ونسبة القيمة الدفترية (MB), وصافي راس المال العامل(NWC), وهذا يعني انه كلما كبر حجم الشركة زادت فرص نموها كلما دفعها ذلك الى الاحتفاظ برصيد نقدي اكبر. ويمكن ان تفسر العلاقة الموجبة بين الحجم والنقدية, بان الاحتفاظ برصيد نقدي كبير يمكن الشركة من الاستفادة من وفورات الحجم, اما بالنسبة للعلاقة الموجبة بين الرصيد النقدي للشركة ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية فانها تعود الى ان الشركات التي تملك فرص نمو اكثر تهتم بالنقدية اكثر.

- كما اظهرت النتائج الى وجود علاقة سالبة ذات دلالة احصائية بين الرصيد النقدي (Cash) للشركة والتدفقات النقدية (CF), ووجود علاقة سالبة ليست ذات دلالة احصائية بين الرصيد النقدي (Cash) والنفقات الراسمالية (Ce)

6.5.ملخص نتائج اختبار الفرضيات:

اظهرت النتائج التحليل للدراسة الحالية, بأن هناك علاقة طردية بين الرفعة المالية وبين الحجم, اي ان كلما كبر حجم الشركة كلما كانت استخدامها للرفع المالي اكثر, حيث بينت الدراسة الحالية, ان معظم الشركات تميل الى الاحتفاظ بالمرونة المالية, لان هذه الشركات لها رافعة مالية منخفظة, وتوزع الارباح المحتجزة على المساهمين, واعتمادها على اصدار الاسهم كطريقة في التمويل. وكلما كبر حجم الشركات في , كلما اتجهت الشركات الى استخدام الرفع المالي, وتخفيض توزيع الارباح, حيث تستخدم طاقة الرفع المالي مما يؤثر على المرونة المالية, وبالتالي سيتم رفض الفرضية الاولى .

اما بالنسبة للارباح المحتجزة, فقد دلت اختبار الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي والارباح المحتجزة, حيث دلت الدراسة, انه كلما زاد استخدام الارباح المحتجزة كلما انخفض استخدام الرفع المالي , حيث دلت الدراسة انه لا يوجد فرق على التاثير على المرونة المالية سواء الارباح المحتجزة الموجبة, والارباح المحتجزة السالبة وقد تم رفض هذه الفرضية .

اما بالنسبة للعلاقة بين توزيعات الارباح والرافعة المالية للشركة,حيث دلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة عكسية بينهما, حيث وافقت هذه النتيجة مع الدراسات السابقة, حيث يستنتج منها انه كلما كان حجم الشركات صغيرا, كلما كان ميلها

للاحتفاظ بالارباح وعدم توزيعها او توزيعها بنسبة قليلة, وبالتالي يكون لديها الرفع المالي منخفظا وذلك عكس الشركات الكبيرة .

كما اكدت النتائج ان هناك علاقة غير خطية بين التدفقات المالية والرافعة المالية , فالتدفقات النقدية السالبة كان لها تاثير طردي على نسبة المديونية وقد وافقت هذه النتيجة الدراسات السابقة, اما بالنسبة التدفقات النقدية الموجبة فقد جائت عكس ما فرضته الفرضيات السابقة, فقد كان لها تاثير طردي على الرفع المالي. وهذا عكس العلاقة المتوقعة, التي تشير ان التدفقات النقدية الموجبة تؤثر عكسيا على المديونية وبالتالي سيتم رفض هذه الفرضية .

ظهرت النتائج الى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة والرصيد النقدي الذي تحتفظ به ,وبالتالي سيتم رفض هذه الفرضية. وعلى ضوء النتائج السابقة نستنتج ان الشركات المدرجة في مجلس التعاون الخليجي, تعتمد في مراحلها الاولى في طور النمو اي الشركات الصغيرة, بشكل اقل على الرفع المالي في تمويل هيكل راس مالها , وكلما كبر حجم الشركات كلما زاد اعتمادها على الرفع المالي في تمويل هيكلها المالي اكثر من اصدار الاسهم, بحيث كان المفترض من هذه الشركات محاولة الاعتماد على مصادر تمويل غير الرفع المالي وذلك للمحافظة على الطاقة المستغلة في الدين والمتمثلة بالمرونة المالية, حيث يتسنى لها من الاستفادة من الاستثمارات ذات القيمة الايجابية في المستقبل. بينما الشركات التي تكون في مرحلة النمو يفترض انها تحتفظ بطاقة غير مستغلة للدين اي المرونة المالية, وذلك لمواجه الديون او الحالات الطارئة في المستقبل.

وفي النهاية نستنتج ان العلاقة بين المتغيرات التي منها نستدل على المرونة المالية وبين قرارات هيكل راس المال لا تشكل علاقة غير خطية كما جائت في فرضيات الدراسات السابقة ,والتي نستنتج منها ان الشركات الخليجية المدرجة في مجلس التعاون الخليجي لا تأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية عند اتخاذ القرارات هيكل التمويل كلمازاد حجمها وزادت فرص نموها.

.

الفصل السادس

ملخص النتائج والتوصيات

1.6.مقدمة

2.6.ملخص النتائج

3.6.التوصيات

الفصل السادس

ملخص النتائج والتوصيات

1.6 المقدمة

في هذا الفصل , سيتم عرض الاستنتاجات, واخيرا سوف يتم عرض التوصيات التي ممكن ان تكون ذات اهمية:

2.6.ملخص النتائج

- يتضح من نتائج التحليل الوصفي لبيانات الدراسة, ان هناك علاقة موجبة بين نسبة المديونية وحجم الشركة. وهذا يدل على ان الشركات الكبيرة لها القدرة على تنويع استثماراتها بشكل اكبر من الشركات صغيرة الحجم, وبالتالي تكون اقل عرضة للعسر المالي. وتعتبر الشركات الخليجية من الشركات الصغيرة الحجم مقارنة مع الشركات العالمية الكبيرة, لذلك فان وجود علاقة خطية نابع من اهمية الملائة المالية بالنسبة للشركات عند اللجوء الى القروض .
- كما اظهرت النتائج الى وجود علاقة عكسية بين توزيعات الارباح والرفع المالي, وهي علاقة مقبولة لكون ان الشركات المدرجة في يمجلس التعاون الخليجي, والتي تتميز بنشأتها وحجمها الصغير, معروف عنها انها لا توزع الا نسبة قليلة من الارباح لكون انها بحاجة الى هذه الارباح لاستخداماتها المالية, وبالتالي لكون انها تختفظ بالارباح, فانها لا تلجأ الى الرفع المالي الا قليلا وفي الحالات الطارئة, لكن بالنسبة للشركات المدرجة في مجلس التعاون الخليجي الكبيرة فانها تلجا الى توزيع الارباح على المساهمين, وبالتالي تستخدم الرفع المالي اكثر من الصغيرة الحجم.

- الارباح المحتجزة السالبة او الموجبة لا تؤثر على الرفع المالي للشركة, حيث اضهرت النتائج الى وجود علاقة عكسية بين الارباح المحتجزة والرفع المالي, حيث استنتجنا من هذه العلاقة ان الشركات التي لها ارباح محتجزة كبيرة, لاتميل الى استخدام الرفع المالي والعكس صحيح.
- وجود علاقة عكسية بين الرصيد النقدي والرافعة المالية, حيث ان الشركات الصغيرة تكون لها ميل للاحتفاظ بالرصيد النقدي وبالتالي تنخفض في استخدامها للرفع المالي, وهو عكس الشركات كبيرة الحجم.

3.6 التوصيات:

في هذا القسم يتم اقتراح عدة توصيات ,وذلك بناء على ما توصلت الية الدراسة من النتائج , حيث تم التوصل الى عدة توصيات منها :

1. ان الدول مجلس التعاون الخليجي, بحاجة الى دراسات متعمقة في مجال المرونة المالية, لما لها من تأثير جيد في ظل الظروف الاقتصادية والازمات المالية .
2. ضرورة اللجوء الى التمويل الدخلي, والديون الخالية من المخاطر, وذلك للمحافظة على طاقة الدين غير المستغلة (المرونة المالية).
3. ضرورة اتجاه الشركات الى الارباح المحتجزة, كطريقة في تمويل هيكل راس المال, بدلا من الاعتماد على المصادر الخارجية في التمويل .

4. اجراء دراسة عن المرونة المالية على القطاعات المالية والخدمية والتي لم تشملها الدراسة.

5. على الشركات الصناعية المدرجة في اسواق مجلس التعاون الخليجي, ادراك اهمية الرصيد النقدي الذي تحتفظ به في تحديد قراراتها التمويلية, ونتيجة لذلك يجب اعطاء الرصيد النقدي اهمية اكبر عند اختيار مصادر التمويل سواء عن طريق حقوق الملكية او الاستدانة.

قائمة المراجع

المراجع بالغة العربية :

- أسماء بلعمي, 2012." المرونة المالية وقرارات هيكل راس المال في الشركات الصناعية الأردنية", رسالة ماجستير غير منشورة, جامعة اليرموك, اربد, الأردن.
- بربار, حفيظة. 2010. العوامل المؤثرة على الهيكل المالي :حالة الشركات المساهمة العامة الاردنية, رسالة ماجستير غير منشورة, جامعة اليرموك, اربد, الاردن.
- تيم, فايز. 2011. مبادئ الادارة المالية, الطبعة الثانية, دار اثراء للنشر والتوزيع, عمان, الاردن. ص340.
- معروف, هوشيار.2003. الإستثمارات المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات. دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع, عمان, الأردن.
- رمضان الشراح, 1999. البنوك المتخصصة, لدول الخليج العربي ودورها في مسيرة التنمية في دول مجلس التعاون الخليجي. الإسكندرية :مكتبة الفلاح للنشروالتوزيع .
- هندي، منير صالح, 2008. الإدارةالمالية : مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، الإسكندرية :المكتبة العربيةالحديثة .

المراجع الإلكترونية:

- اعداد تقارير مختلفة لصندوق النقد العربي,http://www.amf.org.ae/ar
- سوق مسقط للاوراق المالية,http://www.msm.gov.om /
- سوق الكويتللاوراق المالية,http://www.kuwaitse.com/A /
- سوق ابوظبي للاوراق المالية ,https://www.adx.ae/Arabic/Pages/default
- سوق دبي للاوراق المالية,http://www.dfm.ae/Default.aspx
- سوق الدوحة للاوراقالمالية , .http://www.qe.com
- سوق مملكة العربية السعودية للاوراق المالية,.http://www.tadawul.com
- جريدة الرياضا الالكترونية : http://www.alriyadh.com

المراجع باللغة الأجنبية:

- Arslan, Ozgur. Florackis, Chrisostomos. Ozkan, Aydin. 2011. "FinancialFlexibilityCorporate, Investment.and, Performance, Financial Management. 33, 130
- Arslan, O., Florackis, C. and Ozkan, A., 2008. How and why do firms establish financial flexibility?. Working Paper, Hull University Business School.
- Almeida, H., Campello, M., 2007. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation,* 16, p. 515-554
- Almeida, H.Campello, M.and Weisbach, M.S.2006.The cash flow sensitivity of cash .*Journal of Finance.59 (4):1777-1804.*
- AL- Shubiri,F. Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of jordanian Industrial Companies: An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities), Vol. 24(8), 2010.
- Al-Dohaiman,M. Capital Structure in Saudi Arabian Listed and Unlisted Companies,2008, Department of Accounting and Finance University of Stirling Stirling Scotland.
- Barakat, MM, 2009. The Relationship Between Ownership Concentration & Company Performance: ACase of Jordanian Non-Financial Listed Company. *Journal of Finance.509 (4):197*
- Brigham,F.& Gapenski,C(1994).Financial Management .Theory and Practice,7th Edition .The Dryden Press.New York.

- Bancel, F. Mittoo, Usha, R. 2010. "Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France." *International journal of managerial finance. 7 (2): 179.216.*
- Bancel, F. and Mitto, U.R,. 2004. "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey Of European Firms."Financial Management. 33, 130-132.
- Billet, Matthew T. Garfinkel, Jon A. 2002. "Financial Flexibility and the Cost of External Finance for U.S. Bank Holding Companies." *Journal of Money. Credit and, Banking. 36 (5).*
- Boot, Arnoud. W.A. Thakor, Anjan V. 2003. Disagreement and Flexibility.Tinbergen Institute Discussion Paper. TI 2003-001/2.
- Brigham, F. and Gapenski, C. 1996. "Financial Management. Theory and Practice." 5th edition. The Dryden press. New York.
- Byoun S (2008a) How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *Journal of Finance 63: 3069-3096.*
- Byoun, S .2007. "Financial Flexibility, Leverage, and Firm Size."
- Byoun, S. 2011. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision."Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1108850.
- Baskin, J., 1989. Corporate liquidity in games of monopoly power, *Review of Economics and Statistics,* 69, p. 312-319.
- Clark, Brian J. 2010. The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidencehttp://papers.ssrn. com1499497.
- Daniel, Naveen D.& Denis, David J. Naveen, Lalitha. 2010. "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls." Available at: http://ssrn.com/abstract=969792.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. 2006. "Capital Structure, Payout Policy,and Financial Flexibility." Marshall School of Business Working Paper. No. FBE: 02-06. Available at SSRN http://ssrn.com/abstract=916093.

- DeAngelo, H, DeAngelo, L and Stulz, René. M. 2007. "Fundamentals,Market Timing and Seasoned Equity Offerings." National Bureau of Economics Research working paper 13285.
- Denis, David J. Mckeon, Stephen B. 2010. "Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Pro-active Leverage Increases." Available at: http://ssrn.com/abstract=1361171.
- Donaldson, G. 1960. "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity." Harvard Business School, Division of Research, Harvard University.
- Denise.J, Mckeon, D.2009.Financial Flexiblity and Capital Strucyure Policy , *Journal of Financial Economics*,. 66-82.
- Denis, D.J., Osobov, I., 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, 89, p. 62-82.
- Denis, D.J., 2011. Financial flexibility and corporate liquidity, *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-674.
- Darabi,R. Salah Mohamadi, Ahmad GHasemi and Shanaz Forozan, The Relationship between Financial Flexibility and Capital Structure Decisions,2012, Research *Journal of Applied Sciences, Engineering and Technology*, ISSN: 2040-7459; e-ISSN: 2040-7467
- Fama, E., and K. French, 2005. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." Review of Financial Studies.15, 1-33.
- Saleem .F, Bisma Rafique, Qaiser Mehmood, Muhammad Irfan, The Detrrmination of Capital Structure of Oill & Gas Firms Listed on Karachi Stock Exchange in Pakastan.2013, ." *Journal of Finance*. 60, 2373-2296.

- Fama, E. F. and French, K. R., 2002, Testing trade-o and pecking order predictions about dividends and debt, Review of Financial Studies 15(1), 1{33.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2005, Financing decisions: Who Issues Stock,*Journal of Financial Economics 76, 549.582.*
- Graham, JR.& Harvey CR .2010. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics 97: 470-487*
- Ferrando, A.traints,& johne.A, 2011. Bank lines of credit in corporate finance: an empirical analysis, *Review of Financial Studies*, 22, p.1057-1088.
- Graham, John R & Harvey, 2001, The theory and practice of corporatenance: evidence from the eld, *Journal of Financial Economics 61, 187-243.*
- Gamba, Andrea. & Triantis, Alexander j. 2005. "The Value of Financial Flexibility." Journal of Finance. 58, 2263-2296, Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=677086.
- Graham JR, Harvey CR (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. Journal of Financial Economics 61: 187-243.
- Gdala, Iweta. 2009. "Financial Flexibility and Investment: Evidence from the Warsaw Stock Exchange." Arhus School of Business. University of Arhus.
- Gujarati, Damodar N. 2003. "Essentials of Econometrics." Fourth Edition,McGraw-Hill Irwin, United States. P: 254.
- Hess, Dieter. Immenkotter, Philipp. 2012. "How Much Is Too Much? Debt Capacity and Financial Flexibility." Available at: http://ssrn.com/abstract=1990259.

- Harford, J., 1999. Corporate cash reserves and acquisitions, Journal of Finance, 54, p.1969–1997.
- Hamada,A.2010. Effect of Capital Structure on Value of The Firm:An Emperical Study on The Non-Financial Services Companies Listed in Amman Stock Exchange 1998-2007.Master Thesis,Yarmouk University.Irbid,Jordan.
- Hamid Mahmoodabadiaa, Hoda Kiafar b, Reza Zarec, Moslem Gheisarid, A survey on the effects of the exchange rate changes and financial flexibility on the usage of financial leverage in accepted companies of Tehran stock exchange>
- Hassan,L.2012.Financial Flexibility and Investment Ability for Jordanian Industrial Firm Listed inAmman Stock Exchange .Yarmouk University.
- Harris,M.and Raviv,A.1991.Theory of Capital Structure.(46),1:297-355.
- Jenson, M.C. 1986. "Agency cost of Free Cash Flow, Corporate Finance Takeovers." American Economic Review. 76, 323-339.
- Jenson, MC, and W. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of financial economics. 3, 305-360.*
- Jensen, G. R, Solberg, D. P. and Zorn, T. S. 1992. "Simultaneous determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies".*Journal of Financial and Quantitative Analysis. 27, 247-263.*
- John, S. Franklin. Mathusamy, K. 2010. "Leverage, Growth andProfitability as Determinants of Dividends Payout Ratio Evidencefrom Indian Paper Industry." *Journal of Business ManagementStudies. 1(1): 26-30.*

- Jinlong, C., Baoling, L. and Wuying, Z., 2009. Study on the theory of capital structure based on financial flexibility under uncertainty, *International Journal of Business and Management*, 2(2).

- Kahl, M., Shivdasani, A., Wang, Y., 2008. Do firms use commercial paper to enhance financial flexibility?, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1120068
- Kouki, Mondherand Ben Said, Hatem.2012.'Capital Structure Determinants New Evidence from French Panel Data '.International Journal of Business and Management ,7(1):214-229.
- Kuljot, S., Hodder, J. E. (2000). Multinational capital structure and financial flexibility. Journal of International Money and Finance, 19, 853–884.
- Killi, A. and Rapp, M. S. and Schmid, T. 2011. "Can Financial Flexibility Explain the Debt Conservatism Puzzle? Cross-Country Evidence From Listed Firms." Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1814182.
- Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and R. Vishny. 2000."Agency Problems and Dividend Policies Around The World."Journal of Finance. 55, 1- 33.
- Lemmon, Michael L. and Jaime F. Zender, 2004, Debt capacity and tests of capital struc-ture theories. University of Utah and University of Colorado working paper.
- Lie, E., 2005. "Financial Flexibility, Performance, and The Corporate Payout Choice." Journal of Business. 78,1-23.
- Marchica, A .M, & Mura,R.2011. Financial Flexibility across the Euro Area and the UK, at:http://ssrn.com/abstract=10259>
- Morellec,E .& Schurhoff,N.,2007. Corporate Investment and Financing under Asymmetric Information, *Journal of Corporate Finance*, 60, 273-226.

- Myers,S.2001.Capital Structure,Journal of Economic Perspectives ,15(2),81-102.
- Moyer,Mc Guigan,Rao,"Fundamentals of Contemporary Financial Management",Secound edition,USA,2007
- Marchica, M., and Mura. R. 2010. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity." Financial Management. 39 (4): 1339–1365.
- Marchica, M.T. Mura, R., 2010. Financial flexibility, investment ability and firm value: evidence from low leverage firms, *Financial Management*, 39(4), p.1339–1365.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. "The cost of capital. Corporation Finance and Theory investment." The American Economic Review. (June). 48 (3).
- Modigliani, Franco and Miller,H. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: Correction." The American Economic Review.3, 433-443.
- Myers, C. Stewart. 1977. "The Capital Structure Puzzle." The Journal of Finance. (3), 575-595.
- Myers, C. Stewart & Majluf .N. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." Journal of Financial Economics. 12, 187-221.
- Omet Fadi & Mashharawe.F, The Capital Structure Choice in Tax Contrasting Environments: Evidence from the Jordanian, Kuwaiti, Omani and Saudi Corporate Sectors: ://ssrn.com/ abstract =1188850 Clark, B .2001."
- Obay,A. Amal Al Maskari, Afra Al Hameli, The Determinants of Capital Structure Choice: Case of GCC Listed Companies,2010, Abu Dhabi University.

- Oded, J .2008. "Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow." Boston University School of Management Research Paper Series. No 2009-9.
- Omet,G .& Mashharawe.F,"The Capital Structure Choice in Tax Contrasting Environments :Evidence from the Jordanian ,Kuwaiti,Omani and Saudi Corporate Sectors ",Conference paper,The Hashemite University ,Jordan.
- Ozkan,A.2001.Determinants of capital structure & Adjustment To Long Run Target :Evidence From UK Panel Data .Jornal Of Business & Accounting .(28),175-198.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52, p.3-46.
- Rajan, R.G. and L. Zingales, 1995, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, Journal of Finance 50, 1421{1460.
- Roberto M. Teresa. M.2010. Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. http://.ssrn.com/ abstract_id=891562
- Ross, Stephen. 1977. "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach." The Bell Journal of Economics. 8 (1):23-40.
- Sayyad,M. & Ulven�s.C.,2012.Examining THE SOURCES OF FINANCIAL FLEXIBILITY- A STUDY OF FIRMS LISTED IN SWEDEN.9(3):20-40.
- Singh, K., and Hodder, J. E .2000. "Multinational Capital Structure and Financial Flexibility." Journal of International Money and Finance. 19, 853-884.".

- Sbeiti, Wafaa.2010. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries".International Research Journal of Finance and Economics ,Issue 47,pp.56-82.
- Titman ,S .& Wessels,R,1988.The Determinants of capital structure Choises.Journal of finance .(5-6):1-19
- Wooldridge, Jeffrey M. 2002. "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data." The MIT Press. London, England
- Welch, I., 2004. "Capital Structure and Stock Returns." Journal of Political Economy. 112, 106-131.
- Zingales,R & Zingales.(1995).What do you Know About Capital Structure:Some Evidence From International Data.Journal of Finance .(49):1015-1040.
- Zurigat, Z.2009 .Pecking Order Theory, Trade-Off Theory & Determinants Of Capital Structure: Empirical Evidence From Jordan .Heriot-Watt University School Of Management & Languages .
- Zurigat ,Z. & Al-Mwalla ,M .2011.Dynamic or Constant Movement Toward The Target Capital Structure:Evidence From Jordanian Firms .International Journal Of Contemporary Research In Business,3(8),311-330.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1)

الشركات الصناعية التي شملتها عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة
1	شركة البابطين للطاقة والاتصالات
2	شركة بيسماكو الدوائية
3	الشركة السعودية لانابيب الصلب
4	الشركة الفخارية السعودية
5	شركة استرا الصناعية
6	شركة الاتحاد للاسلاك
7	شركة البحر الاحمر الصناعية وشركتها التابعة
8	شركة الزامل الصناعية
9	شركة ميتانيت
10	شركة حسن غازي
11	شركة حلواني اخوان
12	شركة الكابلات السعودية
13	مجموعة صافولا
14	الشركة العمانية للكروم
15	شركة اريج للزيوت النباتية
16	شركة الخليج للفطر
17	شركة الكابلات العمانية
18	شركة ريسوت للاسمنت
19	شركة عمان للالياف البصرية
20	الشركة الشعيبية الصناعية
21	شركة دانة الصفاه الغذائية
22	شركة اجلتي الكويتية
23	شركة الخليج للزجاج
24	شركة الصناعات الوطنية
25	شركة الكابلات الكويتية
26	شركة الكوت الغذائية

شركة الكويت للتغليف	27
شركة امريكانا الكويتية	28
شركة سكب للالمنيوم	29
صناعة تبريد	30
صناعة وتجارة الجبس	31
اسمنت الخليج	32
الخليج للأدوية	33
هارفي	34
اسمن بورتلاند	35
شركة ايسكو الصناعية	36
شركة مرطبات دبي	37
المراعي	37
القطرية للصناعات	38
قطر للاسمنت	39